





**Universitat Ramon Llull**

## **TESIS DOCTORAL**

Título	CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD, RIESGO Y DESEMPEÑO DE LA FIRMA: EL CASO DE LA BOLSA DE VALORES EN LIMA.
Realizada por	JUAN JOSÉ GARRIDO KOECHLIN
en el Centro	ESAN PERÚ – ESADE.
Departamento	ECONOMÍA, CIENCIAS SOCIALES Y MÉTODOS
Dirigida por	DR. F. XAVIER MENA LÓPEZ



## **Declaración**

Esta tesis no contiene material previamente aceptado para ningún título, diploma o grado alguno en otra Universidad.

En el mejor entendimiento de mi persona, esta tesis no contiene material previamente publicado por otra persona, salvo en aquellos casos donde es explícita la fuente.

## Sumario

Declaración .....	4
Sumilla .....	6
Agradecimientos.....	8
Introducción.....	10
Capítulo 1: Revisión de la literatura.....	21
Capítulo 2: Estudio exploratorio .....	52
Capítulo 3: Desarrollo de las hipótesis .....	69
Capítulo 4: Diseño de la investigación .....	80
Capítulo 5: Resultados empíricos y análisis de la data .....	98
Capítulo 6: Análisis y discusión de los resultados .....	113
Capítulo 7: Conclusiones y propuesta de futuras investigaciones.....	123
Bibliografía .....	131
Índice general.....	147
Anexos.....	152

## Sumilla

El presente estudio analiza la relación existente entre la concentración de propiedad accionarial, el riesgo y el desempeño en el Perú. Se emplea, a fin de constatar dicha relación, data de 103 empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) para el periodo 1995-2004. La metodología utilizada permite analizar la información de corte transversal y de series de tiempo, disponiendo así de mayor información para modelar y encontrar posibles relaciones entre las variables.

Tomado en conjunto, el estudio soporta las posiciones de Jensen y Meckling (1976), quienes sustentan teóricamente una relación positiva entre concentración y desempeño; la de Stojer *et al* (2002), quienes afirman que el riesgo afecta negativamente la participación del accionista principal; y aquella de Demsetz y Lehn (1985), donde se asocia un mayor tamaño de la firma con un menor grado de concentración de la propiedad en la misma. Asimismo, contradice la afirmación de Demsetz (1983) que sustenta la no existencia de una relación sistemática entre concentración y desempeño, debido al carácter endógeno de dicha relación.

Así, el estudio revela cinco hechos de trascendencia: el primero, que existe una relación negativa entre la percepción del riesgo político, social y económico por parte de un accionista controlador y la concentración del mismo; en segundo lugar, la relación negativa entre la percepción de riesgo de la firma y la concentración de propiedad de la misma, rezagando un periodo; en tercer lugar, una relación positiva entre dicha concentración y el desempeño de la firma; en cuarto lugar, que el sentido de dicha causalidad corre de la estructura de propiedad al desempeño de la firma y no en sentido contrario; y, finalmente, que el tamaño de una firma está positivamente asociado a la dispersión de la propiedad de la misma.

Los resultados obtenidos demuestran que el principal problema de agencia en el Perú no es aquel que enfrenta a principales dispersos con gerentes atrincherados,

sino más bien a principales de control con principales minoritarios. Por ello, las prácticas de buen gobierno corporativo debieran estar encausadas hacia minimizar potenciales abusos por parte de dichos principales de control. Asimismo, y por los resultados obtenidos a través del estudio exploratorio de la estructura accionarial en el Perú, la autorregulación de dichos sistemas de vigilancia corporativa merecen ser reformados hacia unos cuyo énfasis se disponga en la defensa de todo tipo de accionista, más allá del grado de participación.

A pesar del desarrollo económico de los últimos años, y dados los resultados obtenidos en la presente investigación y los informes realizados sobre la materia por organismos internacionales, sería inverosímil sustentar la convergencia hacia las prácticas de buen gobierno corporativo promovidas en los países desarrollados por parte de las instituciones peruanas.

## **Agradecimientos**

A lo largo de estos últimos cuatro años he recibido el apoyo, la asistencia, los consejos y la guía de innumerables personas a las cuales debo un agradecimiento profundo. En especial, quisiera agradecer al profesor Doctor Xavier Mena, quien con sapiencia y apoyo me ha incentivado y acompañado en el largo camino doctoral.

Quisiera agradecer al cuerpo docente de la Escuela Superior de Administración y Dirección de Empresas (ESADE) por su invalorable aporte a mi persona. En especial, al profesor Eduard Bonet, con quien descubrí el amor y la pasión por el saber, la filosofía. No existen palabras para demostrar mi agradecimiento por su apoyo y por el cariño demostrado en los años doctorales. Asimismo, al profesor Pere Batallé, por su inagotable apoyo, aliento y afecto.

Con igual sentimiento, quisiera agradecer al cuerpo docente de la Escuela Superior de Administración de Negocios (ESAN). En especial, a la profesora Kety Jáuregui, sin cuyo aprecio, esfuerzo y dedicación hubiese sido más duro el camino. Al personal docente y administrativo, mi agradecimiento por el esfuerzo desplegado en apoyo a mis estudios.

A mis colegas y amigos locales, por su apoyo y soporte cognitivo. Al profesor Carlos Adrianzén, con quién compartí prolongadas charlas sobre este y otros temas, finalmente incluidas en el presente trabajo. Al profesor Rodolfo Laguna y a mis asistentes de tesis durante el desarrollo de la misma: Aldo Fuertes, Luis Moscoso y Camilo Ferreira, sin cuya dedicación, trabajo y esfuerzo hubiese sido irrealizable la presente investigación.

La culminación de este estudio hubiese sido imposible sin el apoyo incondicional de mi familia. Con amor y profunda admiración, quisiera agradecer en primer y especial lugar a mi esposa, Rosabel, quien me apoyó (y apoya) en todo momento, tolerando las ausencias y los desvelos; a mis hijas, Catalina y Rafaella, quienes con su amor y sonrisas me permitieron avanzar cuando las ganas faltaban. Sin su



sacrificio, ternura y entendimiento este trabajo no se habría realizado. A mis padres, Juan y María Eugenia, quienes han apoyado cada tramo del recorrido académico que he dado, brindándome cariño y afecto en todo momento. A mis hermanos, Marco y María Eugenia, quienes con su cariño y acciones me enseñan, cada día, a luchar y a perseverar. A Lucy y Luciana, por todo el apoyo y cariño que me han brindado, acompañando a Rosabel y a las niñas en las ausencias. A Anne (donde estés), Ushi, Alonso y Alois, mis “otros” hermanos.

Finalmente, quisiera agradecer a mis amigos y amigas, quienes me han soportado estoicamente estos años, acompañándome y alentándome en todo momento.

“Al nivel más sencillo, sólo las personas que saben que no saben mucho serán lo suficientemente curiosas para averiguar”

Virginia Postrel, “The Future and his Enemies”, p.88

## Introducción

“...pero el hombre sabio dijo ‘pon todos tus huevos en una cesta y ¡cuida esa cesta!’”

Mark Twain en la tragedia de Pudd’nhead Wilson

El presente estudio examina la relación existente entre la percepción de riesgo, los resultados de la empresa y la concentración de propiedad en el Perú.

Durante la última década, los ambientes académicos e institucionales globales se han interesado considerablemente en los temas relacionados a las prácticas de gobierno corporativo. Dichas prácticas, consideradas esenciales en la relación existente entre los accionistas de las empresas y los diversos actores de interés<sup>1</sup> en el desarrollo de la misma, presuponen una estructura patrimonial determinada, la cual, a su vez, afecta el curso y desarrollo de la empresa.

En el Perú, el mercado de capitales se encuentra en un proceso de fuerte crecimiento<sup>2</sup>. La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) presentó, en julio del 2002, junto a otras organizaciones públicas y privadas, un documento dirigido a la implementación de prácticas de buen gobierno corporativo, llamado “Principios Peruanos 2002”. Dicho documento, elaborado principalmente sobre la base de los principios elaborados por la Organización para el Desarrollo y la Cooperación Económica (OCDE, 1999), establece sugerencias en cuanto a diversos temas, como son los derechos de los accionistas, la comunicación y transparencia informativa, las responsabilidades del directorio, entre otros (ver Anexo VIII).

Sin embargo, como se podrá apreciar más adelante, la aplicabilidad en el Perú de dichas iniciativas se encuentra delimitada por la estructura patrimonial de las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), toda vez que dicha

---

<sup>1</sup> Los actores de interés son conocidos en la literatura angloparlante como “stakeholders”.

<sup>2</sup> Según datos de la Bolsa de Valores de Lima, la Capitalización Bursátil del año 2002 al 2004 ha crecido en 52%.

estructura determina el real comportamiento de los accionistas frente a los agentes, a los inversionistas institucionales y al Estado.

### **El contexto internacional y la estructura de propiedad**

Existen, en cuanto a estructuras de propiedad, dos estándares básicos encontrados a nivel mundial. El primero, dominante en los Estados Unidos y el Reino Unido, se basa en estructuras de propiedad en donde el accionariado es difundido o atomizado (Berle y Means, 1932). El segundo, imperante en el resto de países estudiados, se basa en estructuras propietarias donde el accionariado se halla concentrado; es decir, en el cual una persona o grupo empresarial controla un porcentaje que establece finalmente el control administrativo de la empresa (La Porta *et al*, 1997).

Ambos estándares de estructura propietaria predeterminan diferentes arreglos en las relaciones entre los diversos accionistas de la empresa, así como diferentes arreglos entre dichos accionistas –i.e. los principales– y los gerentes –i.e. los agentes– de la misma. En este sentido, y debido a las diferentes relaciones existentes a causa de lo antes mencionado, ambos estándares sugieren propuestas diferentes en cuanto a las prácticas de gobierno corporativo en cuestión. Adicionalmente, dichas estructuras propietarias tienden a variar en el tiempo, razón por la cual es necesario revisar las prácticas instauradas a fin de mantenerlas vigentes a cada realidad en observación (Lukviarman, 2004).

Por ello, se podría suponer que no existe un sistema de gobierno corporativo lo suficientemente amplio como para soportar todo tipo de empresa y a través de todo contexto institucional. Esto ha motivado que la literatura académica postule –tanto para países emergentes o economías en vías de desarrollo, como para países desarrollados– prácticas que procuren institucionalizar adecuadamente la gobernabilidad de las empresas.

En ese sentido, cabría añadir que Black (2001) argumenta la necesidad de crear condiciones preexistentes al desarrollo de los Mercados de Valores, a través de mecanismos de transparencia de la información que mejoren los niveles de confianza existentes. Asimismo, La Porta *et al* (2000b) afirman que las protecciones legales a las cuales los accionistas minoritarios pueden tener acceso son fundamentales en el desarrollo de los sistemas de gobierno corporativo. En otras palabras, la consecuencia real de la implementación de dichos sistemas de gobernabilidad empresarial dependerá en gran medida del entorno legal, las estructuras de información y confianza que emanen del mismo, y de las estructuras de propiedad existentes en dichos mercados.

### **Estructura corporativa en el Perú**

La estructura de propiedad accionarial en el Perú se caracteriza por el hecho de que la gran mayoría de las empresas están manejadas y apropiadas por accionistas mayoritarios o controladores, lo cual presupone una superposición entre la propiedad y el control de las empresas. Como se podrá apreciar con más detalle en el estudio exploratorio (capítulo 2), la mayoría de empresas listadas presentan accionistas que poseen una significativa participación del accionariado, lo cual implica no solo derechos sobre la propiedad –y los beneficios producto de la misma–, sino, además, el control operativo, *i.e.* de la gestión (La Porta *et al*, 1998).

Como indica el Banco Mundial en su reporte (2004), el marco legal y la alta concentración de los accionistas mayoritarios facilitan el abuso y la expropiación de los accionistas minoritarios e inversionistas institucionales *ex-ante* la repartición de los beneficios residuales. Dichos actores poseen poco o nulo poder frente a las decisiones corporativas tomadas por los controladores, sus familiares o asociados de confianza, no pudiendo así rescatar sus rentas del abuso debido a una débil estructura de protección legal.

Por otro lado, la identidad de los accionistas controladores se encuentra enmascarada en lo que aparenta ser una práctica regular (ver capítulo 2). La gran mayoría de las empresas se hallan apropiadas por personas jurídicas; es decir, no por personas naturales. Dicha estructura piramidal presupone igualmente el interés por escudar las prácticas corporativas antes mencionadas, dado que el accionista controlador se mantiene en el anonimato (Bertrand y Mullainathan, 2003).

Como se podrá apreciar, la estructura patrimonial de las corporaciones listadas en la BVL, aquellas que supondrían la mayor apertura hacia la participación accionarial difusa, hacen del mercado de capitales uno de aparente vulnerabilidad ante posibles prácticas *expropiatorias*. El Banco Mundial, en el reporte mencionado *ut supra* (2004), informa que, de las 238 empresas listadas la BVL en el 2003, 158 nunca reportaron actividad bursátil durante el año mencionado, incluso refieren las versiones de los inversionistas institucionales, los cuales señalan que solo son “invertibles” (o líquidas) las acciones de 10 a 15 empresas del total.

Es de destacar que la CONASEV, actualmente, se encuentra abocada a la producción de los Principios Peruanos 2006, documento que actualiza los principios presentados en el 2002, incidiendo especialmente en temas de protección al accionista minoritario<sup>3</sup>.

### **La concentración de propiedad: Implicancias generales para las empresas**

Habiéndose dividido la realidad corporativa en dos estándares, el atomizado anglo-americano y el concentrado comprobado en el resto de países, es trascendental adelantar que ambos estándares poseen tanto aspectos positivos como negativos.

---

<sup>3</sup> Ver propuesta de modificación de los principios de buen gobierno para las sociedades peruanas en la página web de CONASEV ([www.conasev.org.pe](http://www.conasev.org.pe)).

En el caso de la estructura patrimonial concentrada, esta presenta la ventaja inmediata de la posesión, tanto de la propiedad como del control, por parte del accionista mayoritario. Morck (1999) afirma que, donde prevalece un accionista controlador, el aspecto fundamental es que él mismo tiende a no estar diversificado en cuanto a sus inversiones. Es decir, el accionista mayoritario tiende a asentar la gran parte de sus inversiones en una sola empresa, aquella en la que se encuentra concentrado. Ergo, dicha inversión significa el foco principal de atención (o monitoreo), motivo por el cual Morck supone igualmente que dichos accionistas tratan de maximizar sus utilidades, no así el valor de las acciones que poseen.

Debido a la inmersión, por parte del accionista controlador, en la operación de la empresa, esta tiende a absorber los costos de monitoreo de la misma. Asimismo, y debido a que la identidad de dichos accionistas tiende a apuntar a la presencia de estructuras patrimoniales familiares, la empresa funge como sede laboral para el gran número de participantes de la misma (Faccio y Lang, 2002). Por otro lado, reduce también la probabilidad de una toma hostil por parte de otros accionistas (Daniels y MacIntosh, 1991).

Finalmente, entre las diversas consecuencias de dicha estructura patrimonial encontramos, principalmente, la relación entre la misma y la rentabilidad de la empresa. Dichos estudios empíricos tienen resultados disímiles<sup>4</sup>. En el Perú, no se ha publicado investigación alguna que presente alguna hipótesis sobre las determinantes de dicha concentración, o que sustente la relación existente entre la misma y los resultados.

### **Introduciendo las preguntas de investigación**

El significado principal del presente estudio es la contribución que él pueda aportar para la mejora de los principios de gobierno corporativo peruanos.

---

<sup>4</sup> Probablemente la relación más estudiada dentro de la literatura académica sobre estructuras patrimoniales es aquella entre las mismas y la rentabilidad o desempeño. Ver capítulo 2 para mayor detalle sobre los estudios referidos.

Las derivaciones del estudio exploratorio (ver capítulo 3), que marcan el comienzo de esta investigación, demuestran que la concentración patrimonial sitúa al mercado de valores, y en general a las corporaciones peruanas, en un contexto específico, aquel de conflicto entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios. Empero, dicha situación implica tanto determinantes como consecuencias para quienes participan de dicha estructura propietaria.

#### **a. Motivación del estudio**

La mayor parte de la literatura académica relaciona el estilo de las propuestas realizadas sobre las prácticas de buen gobierno corporativo con el estándar de estructura patrimonial predominante (Jensen y Meckling, 1976; La Porta *et al*, 1997). Dichas estructuras pre-condicionan el tipo de marco en el que se desarrollan las propuestas de gobernabilidad corporativa, y, por lo tanto, determinan su aplicabilidad (Lefort, 2003). En el Perú, sin embargo, dichas propuestas avanzaron sin cuestionamiento previo sobre el estándar predominante en cuestión. Es este primer cuestionamiento el que motivaría un estudio exploratorio, conducido entre el 2003 y el 2005, dirigido a esclarecer dicha realidad.

Los resultados de dicho estudio exploratorio, basado en las empresas listadas en la BVL durante el año 2002, fueron presentados junto a una propuesta de investigación en la conferencia del Consejo Latinoamericano de Escuelas de Administración (CLADEA), realizada en República Dominicana, en el año 2004, y luego publicados en la revista del mismo Consejo (Garrido, 2004). El estudio exploratorio acredita que la estructura patrimonial predominante es concentrada, encontrándose que el promedio de la concentración por parte del accionista mayoritario llegaba al 62%, para el año en cuestión.

El estudio de la concentración de propiedad –por parte de un accionista controlador– implica examinar igualmente qué razones se encuentran detrás de dicha concentración, *i.e.* las determinantes de dicha concentración, así como las

relaciones de la misma con variables de desempeño, *i.e.* las consecuencias de la misma. La búsqueda por definir dichas determinantes y consecuencias para las empresas listadas en la BVL constituyen las motivaciones principales de la parte medular del presente estudio.

Dado que los estudios equivalentes involucran realidades tanto locales como transversales, las preguntas de investigación se contextualizan en la combinación de las variables “concentración de propiedad”, “resultados”, la variable hipotética “riesgo” y “en el Perú”.

## **b. Justificación del estudio**

Las investigaciones desarrolladas sobre la concentración de propiedad, sus determinantes y consecuencias, han generado una serie de propuestas ambiguas e, incluso, contradictorias. Por ello, es necesario y requerido formular propuestas de investigación que cubran las diferencias transversales, esperando a través de ello alcanzar una realidad a nivel local.

Los temas tratados en la revisión de la literatura (ver capítulo 1) destacan una variedad de enredos entre la estructura patrimonial y la operación de la empresa. Empero, la relevancia mayor radica en la relación existente, debido a dicha estructura, entre los accionistas controladores y los minoritarios (Atanasov, 2002; Burkart, Gromb y Panunzi, 1997; Aganin y Volpin, 2003; entre otros). Ello, combinado con los resultados del estudio exploratorio, explica la necesidad de profundizar la investigación a nivel local.

## **c. Preguntas de investigación**

En resumen, las preguntas de investigación se sitúan en dos espacios de tiempo diferentes. Previo a la realización del estudio exploratorio, la pregunta se formuló de la siguiente manera:



*(I) ¿Cuál es la estructura patrimonial de las empresas listadas en el Perú?*

La pregunta generó un estudio exploratorio con resultados respecto a la estructura patrimonial; ello, sumado a lo revisado en el capítulo 1 del presente estudio, generó las siguientes preguntas de investigación:

*(II) ¿Es la percepción de riesgo una determinante de la concentración de propiedad en las empresas listadas en el Perú?*

*(III) ¿Existe relación, positiva o negativa, entre dicha concentración y los resultados económicos de las empresas listadas?*

#### **d. Premisas básicas de la investigación**

Existen una serie de premisas sobre las cuales se basa el presente estudio. Estas son:

*(I) Salvo los Estados Unidos y el Reino Unido, la gran mayoría de países responden a una realidad de estructura patrimonial del tipo concentrada; es decir, donde existen accionistas de control (La Porta et al, 1997; Claessens y Fan, 2002).*

*(II) Los accionistas mayoritarios tienden a centralizar sus inversiones en aquellas empresas en las que se concentran (Morck y Nakamura, 2000; Bebchuk, 2002).*

*(III) Los accionistas mayoritarios tienden a concentrarse aún más –en el tiempo– en las empresas que ya controlan (Boubakri, 2003; Bebchuk, 1999; Yoshikawa 2003; Earle et al, 2003).*

*(IV) La concentración de propiedad se relaciona con los resultados de las empresas estudiadas de manera mixta, dependiendo de la realidad*

*estudiada, la metodología empleada, el espacio tiempo usado, et al (Lukviarman, 2004; Daniels e Iacobucci, 2000).*

#### **e. Objetivos de la investigación**

Los objetivos de la presente investigación son los siguientes:

- (I) Identificar la realidad respecto de la estructura patrimonial de las empresas listadas en el Perú.*
- (II) Identificar la relación existente entre la concentración de propiedad y la percepción de riesgo de las empresas listadas en el Perú.*
- (III) Identificar la relación existente entre la concentración de propiedad y los resultados económicos de las empresas listadas en el Perú.*

#### **f. Limitaciones de la investigación**

La investigación realizada se encuentra limitada tanto por el tema elegido como por la metodología escogida. Las limitaciones específicas del estudio se encuentran detalladas en el capítulo 4. El contexto del estudio son las empresas listadas en la BVL, dado que ello permite la mayor transparencia y confiabilidad de la data encontrada.

En todos los casos, la información pertinente a otras realidades –estudios conceptuales, modelos explicatorios y otros– es usada con fines comparativos o informativos. Esta información, asimismo, de ninguna manera representa una verdad transferible a la realidad peruana, ya que la propiedad accionarial es una de las tantas variables que afectan los sistemas auto-regulatorios de gobernabilidad corporativa. En otras palabras, los sistemas de gobernabilidad corporativa, así como las variables inherentes a dichos sistemas regulatorios, no

necesariamente son convergentes (Bebchuk, 1999; Morck *et al*, 2004). Por ello mismo, la investigación realizada es pertinente.

#### **g. Metodología de la investigación**

La presente investigación ha utilizado diferentes metodologías, dependiendo de la fase en cuestión. Así, el estudio exploratorio se basa en recolección de data diseminada en distintas fuentes relacionadas tanto a la BVL como a las empresas materia de la presente investigación.

En cuanto a la fase de correlación de la estructura patrimonial con variables de causalidad y de resultados económicos, se modeló la data a través de la técnica de panel (o regresiones múltiples), usada en los estudios de Pinteris (2002), Gadhoun (2000), Gregoric y Vespro (2003), *inter alas*.

#### **h. Esquema de la tesis**

La tesis se desarrolla de la siguiente manera:

- (I) El Capítulo 1 resume la revisión de la literatura académica concerniente al estudio exploratorio y al estándar presentado.
- (II) El Capítulo 2 proporciona la metodología de colección de data, la data hallada y la discusión del estudio exploratorio realizado.
- (III) El Capítulo 3 desarrolla las hipótesis planteadas.
- (IV) El Capítulo 4 detalla el diseño metodológico usado, así como la definición de las variables utilizadas en el estándar y la construcción del estándar en cuestión.

- (V) El Capítulo 5 provee los resultados del estándar aplicado a la data hallada, así como los resultados proporcionados por el mismo.
- (VI) El Capítulo 6 proporciona los resultados y la discusión de los mismos respecto al estándar utilizado en la presente investigación.
- (VII) El Capítulo 7 concluye el estudio, mostrando las limitaciones encontradas y las áreas de futura investigación.
- (VIII) La bibliografía y los anexos correspondientes a la investigación concluyen la misma, respectivamente.

## Capítulo 1: Revisión de la literatura

“A diferencia de empresas con propiedad dispersa, donde el principal problema de gobierno corporativo involucra a ‘gerentes fuertes y propietarios débiles’, las empresas con derechos de voto concentrados se caracterizan por el conflicto entre propietarios controladores e inversionistas minoritarios” (Gregoric y Vespro, 2003)

Dado que el presente estudio se sitúa en el contexto local peruano, esto es, la concentración de propiedad en las empresas listadas en la BVL, existe una insuficiencia de estudios e información que motiva a revisar la literatura relevante en un espacio más amplio. La concentración de propiedad es una realidad que trasciende al contexto local.

Los principios de gobierno corporativo suscritos en el Perú, y las propuestas de modificación adelantadas, presentan influencias sustanciales de los Principios de la OCDE (Principios Peruanos 2002; Principios Peruanos 2006; OCDE, 1999)<sup>5</sup>. Por ello, es necesario contextualizar los sistemas de gobernabilidad de acuerdo al estándar de estructura patrimonial local.

En el presente capítulo examinaremos los temas pertinentes a la concentración de propiedad, el riesgo como variable determinante de dicha concentración, y los resultados de la empresa (variable analizada dentro de las consecuencias de dicha concentración) en el contexto de la literatura académica disponible. Para ello, será necesario encuadrar la teoría acerca de la concentración de propiedad dentro de sus antecesores teóricos, los cuales son la teoría de la empresa (o de la firma) y la teoría de agencia. La literatura académica que trata específicamente de la concentración de propiedad como tema se puede subdividir, asimismo, en dos categorías: las determinantes de la concentración y las consecuencias de la misma.

---

<sup>5</sup> Ver Anexo VIII.

## 1.1. Antecedentes del gobierno corporativo

Si bien la temática del “gobierno corporativo” aparenta un cierto grado de modernidad, debido a lo reciente del marco teórico que se utiliza, lo cierto es que su uso puede ser distinguido en contextos tan antiguos como la Grecia aristotélica o la Roma republicana, donde estructuras corporativas públicas y privadas con presencia de múltiples accionistas pueden ser avistadas (Francis *et al*, 2001; Tricker, 1997). Los economistas clásicos, de igual manera, se refieren a la relación entre accionistas mayoritarios y minoritarios, adelantando con ello los primeros visos de las estructuras de gobernabilidad modernas. Fue el mismo Adam Smith quien, refiriéndose a las sociedades controladas por los gerentes, afirmó:

“Los directores de estas compañías, siendo gerentes del dinero de otras personas más bien que del propio, no se puede esperar que lo supervisen con la misma ansiosa vigilancia (que los dueños). La negligencia y la profusión, por lo tanto, siempre prevalecerán, en mayor o menor medida, en la gerencia de los asuntos de semejante compañía” (Smith, Adam, *The Wealth of Nations* (1776), vol. 2, p 233, citado en: Putterman y Krozner, 1996: xx).

Sin embargo, es indudable que el sustento primordial de la actual corriente de investigación sobre los temas de gobernabilidad se sostiene en el trabajo seminal de Berle y Means (1932). En él, se presenta la visión de una corporación moderna (donde la propiedad se presenta atomizada) en la cual existe una baja supervisión por parte de los propietarios, lo que genera problemas entre dichos accionistas – los atomizados– y una gerencia sólida, respaldada por un Directorio afín, y blindada por la presencia de una Junta General de Accionistas sin mayor ascendencia sobre dicha gerencia. Las corporaciones evolucionarían, en el planteamiento de Berle y Means (1932), hacia una forma societaria donde propietarios atomizados serían vulnerables al abuso de los gerentes, quienes serían los mayores beneficiados de la fórmula corporativa antes mencionada sin cargar con el riesgo inherente de la inversión, puesto que podrían desviar recursos de la empresa hacia sí mismos, o llevar a la empresa a una estrategia

divergente de aquella que maximice el valor de la misma, sin tener que asumir los costos de dicha divergencia (Jensen y Meckling, 1976; Barca y Becht, 2001).

Esta visión –reforzada por el bajo grado de concentración de la propiedad en los Estados Unidos históricamente– generó una vasta producción de estudios e investigaciones, buscando maneras de minimizar dicha separación entre propiedad y control (Jensen y Meckling, 1976; Bratton, 2000; Barca y Becht, 2001; Short, 1994; *inter alia*). La posición propuesta por Berle y Means se asentaría como un paradigma dominante por los próximos 50 años (Bratton, 2000).

Durante las últimas tres décadas, guiados primordialmente por el estándar instaurado por Berle y Means (1932), los mercados de valores y sus instituciones reguladoras han producido decenas de documentos –denominados “principios” y “códigos”– que enmarcan los sistemas a través de los cuales las relaciones existentes entre los participantes de las empresas debieran sustentarse. Dichos documentos, en su gran mayoría auto-regulatorios, formalizan una propuesta de gobernabilidad en la cual se priorizan los derechos fundamentales de los accionistas, el funcionamiento de las instituciones internas de las empresas (Junta General de Accionistas y Directorio, principalmente), así como la transparencia y el manejo adecuado de la información. Es decir, enfocan sus esfuerzos en establecer disposiciones que reduzcan los problemas de agente-principal al interior de las empresas (Coffee, 2000; Black, 2001; Doidge *et al*, 2005; Shleifer y Vishny, 1986).

La Porta *et al* (1998) contrastan finalmente la visión corporativa de Berle y Means (1932) en un estudio transversal de 27 países desarrollados, encontrando que, salvo aquellas economías que presentan fuertes defensas legales a los accionistas minoritarios (principalmente Estados Unidos y el Reino Unido), la estructura patrimonial de las corporaciones demuestra una fuerte presencia de accionistas controladores. Estos resultados representan un cambio fundamental en la noción de los problemas al interior de las corporaciones presentado por Berle y Means (1932). Asimismo, estudios complementarios (en distintos países y regiones) revelarían los problemas asociados con dicho tipo de estructura

patrimonial (La Porta *et al*, 1998, 2000a; Wu y Cui, 2002; De Siquiera, 1998; Berglof y Von Thadden, 1999).

## **1.2. Teoría de la firma**

Hasta 1937 (año de la publicación del estudio de Ronald Coase, “La naturaleza de la firma”), la teoría económica formulaba a la empresa como un organismo capaz de establecer una mayor producción basada en el concepto de la división del trabajo (Smith, 1776, citado en: Putterman y Kloszner, 1996); a su vez, se conjugaban capitales y mano de obra, así como procesos productivos, asumiendo los inversionistas el riesgo inherente a la empresa constituida, obligándolos a arriesgar sus creencias acerca tanto de las condiciones de oferta como de demanda, lo cual les incentivaría a una correcta estimación de las mismas (Knight, 1957). Sin embargo, estos enfoques obviaron el hecho de que las miles de transacciones personales que se producirían (de no existir empresas) se constituirían en miles de contratos por el aporte de cada participante al proceso productivo, y que la existencia de la firma puede ser justificada al entender la misma como una entidad, al interior de la cual se da una asignación no negociada de los recursos.

Coase (1937) argumentó sobre la invalidez de esta alternativa de la empresa, arguyendo que los costos que generaría cada transacción –llamados *costos de transacción*– terminarían totalizando una suma significativa versus la opción de aglomerar a todos los participantes del proceso productivo dentro de organizaciones, reduciendo así dichos costos (Marks, 1999).

La Teoría de la Firma era, para los clásicos, una teoría sobre la producción; así, variables tales como el tamaño de esta, las decisiones concernientes a precios y producción, eran realizadas con un criterio de maximización de la utilidad y bajo restricciones de carácter tecnológico. Coase (1937) añadiría, a la teoría los costos de transacción, aquellos costos en los cuales se incurren al coordinar las actividades dentro y fuera de los márgenes de la empresa. La naturaleza de la



empresa estaría determinada, desde este punto de vista, por los costos relativos a la organización y a las transacciones, dentro de los arreglos institucionales planteados por el mercado y por el Estado (Klein, 1999).

En otra visión de la teoría, Putterman y Kroszner (1996) determinan a la empresa como las unidades básicas de producción en la economía, creadas con la intención de generar beneficios residuales: “Las empresas compran insumos..., transforman dichos insumos en productos y servicios, vendiéndolos luego a hogares y empresas con el objetivo de maximizar la diferencia entre sus ingresos y egresos” (Putterman y Kroszner, 1996: 8).

Donde empieza la frontera de la empresa, las variables de control y propiedad pasan a tener influencia, afectando la asignación de autoridad y de recursos al interior de la empresa. Así, los factores de producción son requeridos en acuerdos contractuales, combinaciones y escalas de producción que buscan ser más eficientes que otras. Cuando los actores –agentes y principales– interactúan entre sí, incurren en costos de transacción y de monitoreo, debido a la necesidad de establecer costosos sistemas de incentivos que lleven a los empleados a una conducta más alineada con la maximización del valor de la empresa, lo cual pertenece a la denominada Teoría de Agencia (Putterman y Kroszner, 1996).

Alchian y Demsetz (1972) presentan una visión más moderna, donde los métodos organizacionales y estructurales componen a la empresa como una red de relaciones contractuales, y donde la búsqueda de la maximización de beneficios residuales –por parte de los propietarios– y la competencia entre las firmas presionan a estas relaciones a ser eficientes. Dicha visión fue complementada por Fama y Jensen (1983), al subrayar el papel de la estructura de poderes e incentivos que genera esta red en el proceso de toma de decisiones.

### 1.3. Teoría de agencia

Los trabajos de Berle y Means (1932) y Coase (1937) generaron una corriente de investigación que confluye en el estudio de Jensen y Meckling (1976). En este trabajo se plantean los problemas generados por la divergencia de intereses entre principales y agentes. Estos últimos, al no recibir el íntegro de los beneficios correspondientes a sus decisiones, optan por tomar acciones que se desvían del interés de los principales. Este problema, llamado *de agencia*, incluye costos relacionados con el monitoreo (hacia los agentes), con el desarrollo propio del agente y, en general, con aquellos costos de oportunidad producidos por el agente al no coincidir los actos que le son óptimos con los que son beneficiosos para los principales. Esta práctica lleva a una *convergencia de intereses* que es necesaria a fin de reducir los efectos de la brecha entre el control y la propiedad planteada por Berle y Means (Jensen y Meckling, 1976; Barca y Becht, 2001; Blair, 1995).

Actualmente, y debido a los estudios realizados respecto de la concentración de propiedad, se viene formando un nuevo foco de atención para la Teoría de Agencia: dado que, en la mayor parte de los países, las empresas no son de accionariado disperso, sino más bien de accionariado concentrado, para este tipo de empresas los problemas de agencia no se presentan entre principales y agentes, dado que el control sobre el agente es pleno. Más bien, se presenta entre principales mayoritarios y principales minoritarios, donde la expropiación de beneficios –es decir, el uso por parte del accionista controlador de su poder con el fin de obtener una fracción de los beneficios residuales por encima de su aporte al capital social (apelados “beneficios privados”)– aparece como el problema central (Jensen y Warner, 1988; La Porta *et al*, 2000b; Faccio y Lang, 2000; Bratton y McCahery, 1999).

Así, dado que el agente se encuentra alineado a los intereses del accionista controlador o principal mayoritario, el conflicto surge entre la desalineación de intereses entre dicho principal mayoritario y aquellos accionistas o principales

minoritarios, quienes pierden beneficios residuales ante la apropiación de los mismos por parte de los principales mayoritarios (Gregoric y Vespro, 2003).

## **1.4. La concentración de propiedad**

### **1.4.1. Introducción**

La concentración de propiedad –referida a la propiedad accionarial o patrimonial– ha sido investigada principalmente desde dos perspectivas complementarias: primero, desde la búsqueda de las causas de dicho grado de concentración (o, en los casos norteamericanos e inglés, dispersión); en segundo lugar, sobre los efectos que se generan a partir de dicha concentración.

Es importante acotar que el nivel o grado de concentración es en gran medida una decisión, sea del principal o de un posible comprador hostil y que, por lo tanto, pudiera ser una respuesta a influencias externas que promueven, en el principal controlador, ambiciones de concentración o dispersión. La siguiente revisión analizará las propuestas planeadas sobre las determinantes, así como las consecuencias de dicha concentración encontradas en diversos estudios.

### **1.4.2. Determinantes de la concentración de propiedad**

#### **1.4.2.1. Concentración de propiedad y beneficios privados**

La canalización de beneficios privados es el factor ligado con mayor frecuencia a la concentración de propiedad, puesto que sería la obtención de estos beneficios el principal motivo para retener grandes paquetes de control a pesar del incremento en el riesgo de obtenerlos. En efecto, Parigi y Pelizzon (2004) plantean que una mayor concentración implica a su vez que una mayor fracción de la riqueza del propietario pasa a tener el mismo destino en cuanto a pérdida o rentabilidad, aumentando por ello el riesgo asumido.

Johnson *et al* (2000) definen la canalización como la: "...transferencia de activos y utilidades fuera de la empresas para el beneficio de los accionistas controladores" (Johnson *et al*, 2000). A su vez, Atanasov *et al* (2004) han realizado diversos estudios sobre dicho tema, clasificando dicha canalización en dos variedades: financiera y operacional. En el primer estilo de canalización, estas se presentan a través de cambios en la estructura de capital, sea "licuando" a los minoritarios – por ejemplo, al reducir la participación porcentual de estos al realizar ampliaciones de capital– o comprando la participación de los mismos a precios por debajo del mercado. La segunda variedad de canalización se concreta a través de la actividad o giro de la empresa en actividades relacionadas a cuenta de la misma, pero cuyos beneficios recaen solo sobre los socios controladores (por ejemplo, en la compra de activos, en sueldos extraordinarios, favores o donaciones, entre otros). Por ello, el valor de mercado de una empresa se deteriora si es que hay cabida para actos de canalización de este tipo, puesto que se pagará por acciones cuyos dividendos pueden ser desviados (Filatotchev y Mickiewicz, 2001).

De estas dos clases de expropiación, la primera –la financiera– es la más destructiva –en cuanto al valor del capital de los minoritarios–, ya que posibles incrementos futuros en el valor de la empresa no son compartidos por todos equitativamente (Gilson y Gordon, 2003). En algunos casos, la ley restringe el uso de la vía financiera, por lo que los empresarios migran en dichas circunstancias a los métodos operacionales. Atanasov *et al* (2004), en un estudio sobre 1040 empresas búlgaras, observaron el cambio de mecanismos de canalización de beneficios privados –tras las modificaciones legales realizadas en el 2001, las cuales dificultaban la canalización financiera– hacia aquellas del tipo operacional.

Empero, y aunque las deficiencias institucionales facilitan la extracción de dichos beneficios, lo cierto es que las prácticas expropiatorias en mención ocurren tanto en países en vías de desarrollo como en aquellos desarrollados. Aunque las deficiencias institucionales facilitan la extracción de beneficios privados, esta no es la única variable que explica la capacidad de los controladores para extraerlos. Las diferencias entre los principios legales básicos, concernientes a los deberes

fiduciarios de la gerencias hacia los propietarios, también afectan la canalización, puesto que afectan el ámbito de circunstancias en las cuales se considera que la decisión de la gerencia es de sentido comercial y no simplemente de canalización. Por ello, podemos comprobar que existe canalización aun en países con sistemas institucionales desarrollados plenamente (Johnson *et al*, 2000).

La posibilidad de obtener beneficios privados incentiva a quienes controlan la firma a incrementar sus esfuerzos de monitoreo. Dicho monitoreo reduce los problemas de agencia entre propietarios y empleados, pero a costa de generar una centralización del poder dentro de la firma que permite la extracción de beneficios privados, por lo cual los retornos (tanto el total de beneficios de la firma como la porción de estos que recibirán) que los accionistas minoritarios debieran percibir se ven afectados por el grado de concentración (Gilson y Gordon, 2003).

Existe, asimismo, evidencia de que dichos beneficios tienen su origen, más que en la concentración de los derechos de control, en el control de la gerencia de la firma. Ho (2004), en un estudio en el que se compara la relación existente entre primas de control, incrementos en la participación y probabilidad de cambios en la gerencia, encuentra que la mayor parte de estos beneficios tiene su origen en el control de la gerencia, más que en la propiedad de la empresa. El uso de dichas variables permitió aislar los efectos de gerencia de los de control sobre la capacidad de extracción de beneficios privados.

Otra circunstancia que fomenta la extracción de beneficios privados es la existente entre derechos de control y derechos sobre el flujo de caja, puesto que mientras mayor sea esta divergencia, el controlador verá incrementados sus incentivos hasta canalizar recursos de la empresa. Ello debido a que él mismo considerará en menor medida los efectos nocivos de la canalización sobre el desempeño de la firma (Claessens *et al*, 2000a).

Pinkowitz *et al* (2003) afirman que el desarrollo de mecanismos de protección legal incentiva a quienes controlan la empresa a maximizar el beneficio del total de los accionistas, por lo que son menos propensos a incurrir en políticas que no

benefician a la firma, pero que facilitan la extracción de beneficios privados como es el mantener grandes cantidades de efectivo.

Estudios que examinan cuantitativamente los beneficios privados extraídos, a través de la metodología *ut supra*, determinan al menos dos formas de calcular dicha variable: la primera es observando la diferencia de precios entre las acciones de un paquete de control versus aquellas que se transan libremente (Gregoric y Vespro, 2003; Ho, 2004; Dyck y Zingales, 2001; Linciano, 2003; entre otros); la segunda es a través de la comparación de acciones con derechos plenos versus aquellas con derechos limitados en aquellos mercados de valores que permiten múltiples clases de acciones (Gilson y Gordon, 2003; Doidge *et al*, 2005). Estas diferencias en los precios son reflejo de los beneficios privados, puesto que estos llevan una valoración del control de la empresa más allá del acceso a los dividendos.

Finalmente, hay que tomar en cuenta que diversos factores domésticos perfilan y hacen posible la extracción de beneficios privados —entre los cuales se encuentran los reglamentos, normas y leyes, reglamentos contractuales, normas extralegales y privadas, así como variables de riesgo, competencia, presión tributaria y otros (Mahoney, 2000). Berglof y Von Thadden (1999) afirman que más importante que la promulgación de leyes dirigidas a proteger a los accionistas minoritarios es el forzar el cumplimiento y uso de las leyes ya existentes.

#### **1.4.2.2. Protección al inversionista minoritario a través de las determinantes legales**

De acuerdo a La Porta *et al* (1997), los mayores niveles de concentración de propiedad se presentan en aquellos países donde la protección legal sobre los derechos que conciernen a los accionistas minoritarios es muy pobre. La Porta *et al* (1998), en un estudio trasversal sobre dicha concentración, encontraron que, exceptuando aquellos países que ostentan altos niveles de protección legal al

accionista minoritario, predominan en el mundo las estructuras de propiedad concentradas. Este estudio inicia un segundo estándar de estructura patrimonial, cuyo principal problema se presenta a nivel de la restricción de la expropiación de beneficios por parte de los accionistas mayoritarios frente a los minoritarios. Asimismo, aquellos países con estructuras de propiedad concentrada son aquellos que poseen mercados de valores de menor tamaño con respecto a su producto bruto interno (PBI).

La Porta *et al* (1998) plantean que dichos niveles de protección están directamente relacionados con el tipo de sistema legal imperante, sea el sistema legal anglosajón, llamado *derecho común* (el cual surge en los fallos judiciales y en la incorporación de dichos fallos en las legislaturas), y el sistema legal romano-francés, llamado *derecho civil* (en el cual se generan leyes en un poder autónomo –Legislativo– y se aplican a través de otro poder autónomo –Judicial–). El estudio afirma que los países provenientes de sistemas legales de derecho civil demuestran menores niveles de protección frente a los del sistema de derecho común. De igual manera, los países más ricos demuestran cumplir la ley y los reglamentos de manera más estricta que los países más pobres. Es decir, la correlación entre desarrollo económico y legal por un lado, y la correlación entre desarrollo legal y protección de los accionistas minoritarios por el otro, convergen en la dispersión o concentración de la propiedad. La concentración de propiedad, de este modo, está relacionada directamente a una ineficiente protección del inversionista (Franks *et al*, 2005; Gilson y Gordon, 2003).

Por otro lado, el desarrollo de mecanismos de protección del accionista minoritario concuerda con el desarrollo de políticas de gobierno corporativo (La Porta *et al*, 2000a). La baja protección al inversionista deprime los precios de venta de las acciones, incentivando que las empresas se mantengan privadas y concentradas, lo que a su vez deprime la porción “flotante” (es decir, la porción de las acciones que son transadas en los mercados de valores) de las acciones de la compañía. Esto refuerza la tendencia a la concentración, puesto que mientras más reducido sea el mercado de valores, menor será la capacidad de este de estimar

correctamente el valor real de las acciones de las empresas, lo cual incrementa el riesgo y, por lo tanto, deprime el precio de las acciones transadas.

Asimismo, la participación de “accionistas de portafolio”, es decir, de aquellos que desean acciones como una decisión financiera pero que no desean incurrir en costos de monitoreo, se ve deprimida. Por ello, los inversionistas estadounidenses prefieren posicionar sus portafolios o carteras de inversión mayormente en los Estados Unidos, lo que se conoce como el *home bias*, hecho evidenciado por Dahlquist *et al* (2002).

Si bien existen numerosas fuentes que defienden el desarrollo de mecanismos legales y regulatorios a fin de establecer una convergencia hacia estructuras de propiedad atomizada, existen a su vez estudios que defienden las superioridades de las estructuras de propiedad concentrada, bajo ciertas condiciones. Jandik y Rennie (2004) realizan un estudio del sistema legal, la protección al inversionista minoritario y la concentración de propiedad en el caso del productor de municiones S  ller y Bellot, en Republica Checa, en el cual encuentran una clara ventaja en la presencia de un accionista mayoritario (mejora identificada a través de los indicadores de desempeño) frente al esquema original de propiedad dispersa (generado artificialmente mediante un sistema de *vouchers*, con la finalidad de brindar una sustentación política a la privatización). Edward y Weichenrieder (2003), en un estudio realizado en 158 de las 200 mayores firmas alemanas, encuentran, a su vez, que la presencia de accionistas mayoritarios trae beneficios (producto del incremento en los beneficios comunes dada la reducción de los problemas de agente-principal), para los accionistas minoritarios, superiores a los efectos negativos (producto de la extracción de beneficios privados), según la identidad del accionista mayoritario.

#### **1.4.2.3. Determinantes políticas de la concentración de propiedad**

Roe (2000, 2003) propone factores del tipo “político” detrás de las diferencias en el grado de concentración de la propiedad. Esto quiere decir que la ideología



política imperante en cada estado afecta en gran manera el grado de concentración al que apuntarán los inversionistas. La política, de acuerdo a Roe, afecta a la empresa en innumerables formas, determinando quién es propietario de ella, cuán grande es, cuánto más debe o puede crecer, cómo aumentar capital, y demás variables de tipo institucional. Un análisis descriptivo de sus investigaciones forma una teoría en la que compara a naciones con perfil socialdemócrata europeo con empresas concentradas versus la realidad, más liberal, estadounidense con empresas estructuradas bajo un accionariado disperso.

Las sociedades socialdemócratas aplican políticas públicas que fuerzan la estabilización del empleo, fundamento clave de la teoría de Roe: “La socialdemocracia presiona a los gerentes a estabilizar el empleo, abandonando la maximización de renta producto de oportunidades riesgosas, usando el capital en lugar de reducirse cuando los mercados así lo ameritan dada la capacidad productiva de la empresa” (Roe, 2003: 68). Debido a ello, los principales incurren en mayores costos de monitoreo (puesto que los regímenes socialdemócratas otorgan a los empleados un poder sobre la empresa mayor al que otorgan regímenes liberales), por lo que los accionistas percibirán la concentración como la mejor forma de controlar dichos costos.

En la doctrina estadounidense, existen mecanismos a fin de alinear los intereses de los agentes con aquellos de los propietarios, principalmente a través de incentivos, transparencia en los sistemas contables, la amenaza de compras hostiles, entre otras. Dichas fórmulas han sido descartadas e incluso denigradas por las socialdemocracias europeas continentales, permitiendo que la centralización del poder se constituya como la única alternativa viable a fin de reducir los problemas de agencia (Roe, 2003).

De la investigación realizada, Roe (2000) formula una correlación entre la posición en la que se presentan los países –de izquierda a derecha en cuanto a tendencia ideológica– y el porcentaje de dispersión de los principales 20 accionistas en la muestra analizada. Dicha correlación mantiene que los costos de agencia

producidos en las sociedades socialdemócratas reducen la eficacia de las técnicas de control comúnmente usadas en las empresas estadounidenses, las cuales sustentan la forma dominante de las estructuras patrimoniales difusas.

Morck *et al* (2004) encuentran, en la historia de la estructura corporativa prevaleciente en Canadá, sustento para esta posición al considerar que fue el restablecimiento de políticas mercantilistas las que llevaron a las firmas de este país a regresar a estructuras de propiedad concentrada tras un interludio de dispersión de la propiedad, coincidente con la aplicación de políticas liberales.

#### **1.4.2.4. Teoría de la protección de rentas**

Bebchuck (1999) despliega una teoría de protección de rentas que explica la estructura propietaria de una empresa, sugiriendo que cuando la posibilidad de extraer beneficios privados es amplia, la tendencia elemental es hacia la concentración de la propiedad patrimonial. Así, cuando los beneficios privados derivados del control son amplios, los fundadores de compañías serán renuentes a asumir una estructura dispersa que transfiera dicho control a agentes ajenos a su entorno. Además, cuando dichos beneficios privados son elevados, mantenerse atrincherados en el control permite a los propietarios incrementar la fracción de los beneficios de una transferencia, de la cual se pueden apropiar en el precio de venta. Bim (1996) realizó un estudio en Rusia que sirve de sustento para esta posición, pues encontró que los accionistas controladores toman medidas sistemáticas para incrementar y consolidar su participación en la empresa.

Diversos estudios han tratado de observar y medir la presencia de dichos beneficios y ver su relación con la concentración de propiedad existente, siendo el más importante el de Dyck y Zingales (2001). Ellos evalúan dichos beneficios en 39 países y 412 transacciones, y encuentran que el rango de las primas, con respecto al precio de las otras acciones, en la venta de bloques de control va desde -4% en Japón hasta 65% en Brasil, lo cual demuestra no solo la existencia

de dichos beneficios, sino, además, permite observar la valorización de los mismos por parte de los compradores.

Gilson y Gordon (2003) explican los efectos contrapuestos de la concentración sobre la firma: mayores niveles de concentración –debido a la posibilidad de extraer beneficios privados– acarrean mayores niveles de monitoreo. Estos beneficios privados favorecen la presencia de un controlador, lo que puede ser beneficioso (cuando se da cierto nivel de concentración) inclusive para los accionistas no controladores, mientras el incremento en los beneficios comunes compense el efecto de la canalización (*tunneling* en inglés).

Existiría, entonces, un nivel de beneficios privados óptimo para los accionistas no controladores. Adicionalmente, los beneficios privados tienen efectos más allá de la distribución de las rentas de la firma entre controladores y minoritarios: las decisiones gerenciales se pueden ver distorsionadas por el criterio de facilitar su extracción; es decir, que quienes controlan la firma pueden optar por alternativas que, si bien no son las que maximizan las rentas de la firma, facilitan la canalización de estas, por lo que los beneficios de los controladores se incrementan a costa de los beneficios totales de la firma.

#### **1.4.2.5. Las fortalezas del mercado como determinante de la propiedad difusa**

Coffee (2000) realiza un análisis histórico de la concentración de propiedad, las instituciones y el marco legal, llegando a las siguientes conclusiones: primero, el papel de estructuras institucionales privadas, en especial las reglas del mercado de valores local, probablemente ha sido más importante que la legislación en el surgimiento inicial de la propiedad difusa. El papel de la autorregulación ha dependido de la fuerza o debilidad de las instituciones formales de cada país. Al parecer, la autorregulación jugó un papel mayor en los Estados Unidos que en el Reino Unido, dado que la corrupción judicial y la regulación arbitraria no eran problemas tan significantes en el Reino Unido.

En la visión de Coffee (2000), la expansión de los mercados de valores y la dispersión de los participantes son producto de iniciativas auto-reguladas por parte de las instituciones bursátiles. Debido a ello, alega: "...las reformas legales, aunque importantes, probablemente van a seguir, antes que preceder, los cambios en los mercados (bursátiles) como ocurrió tanto en los Estados Unidos como en el Reino Unido" (Coffee, 2000).

La propuesta de Coffee (2000) analiza el desarrollo de los mercados de Estados Unidos y el Reino Unido, encontrando, a diferencia de La Porta *et al* (1997), Bebchuk (1999) y Roe (2000), que aún con la ausencia de adecuada protección legal y vulnerabilidad política, los mercados de ambos países pudieron desarrollarse a través de un eficiente sistema de mecanismos e instituciones privadas. Asimismo, afirma que, a la hora de explicar el porqué de las diferencias en la estructura de propiedad, el énfasis debe ponerse más en la medida en la cual la legislación favorece la autorregulación, que en las restricciones directas a la conducta de los accionistas mayoritarios. Es en este aspecto donde considera que las diferencias entre el derecho común y el derecho civil afectan la estructura de propiedad, puesto que estima que el primero es más amistoso al establecimiento de instituciones auto-reguladas.

Asimismo, Coffee (2000) afirma que si los países con protección a los inversionistas minoritarios tienen propiedad dispersa, esto se debe a que la existencia de esta clase de accionistas genera un grupo de presión importante a favor de una legislación que los proteja. De este modo, la relación de causalidad que propone entre concentración y protección al minoritario es inversa a la planteada por La Porta *et al* (1997).

Marks (1999) afirma que el mercado de valores reduce los problemas de agencia producto de la separación de la propiedad y el control, lo que incentiva la dispersión. Estos problemas son mitigados por un número de mecanismos entre los cuales se encuentran el riesgo de falla del negocio, el mercado por el control corporativo, la especificación y apego al sistema legal imperante, entre otros.

Finalmente, es importante resaltar que existen opiniones encontradas. Ahdieh (2004) argumenta en contra de la posición de Coffee al considerar que los servicios que puede brindar la ley –en cuanto a protección de los derechos de los accionistas minoritarios, respeto a la propiedad privada y los derechos sobre la misma, respeto a los contratos y forzamiento de los mismos– no son tanto objetivos finales como vías a fin de brindar mejoras al proceso de los mercados de valores, al reducir los efectos de redes en los mercado y permitir, a su vez, la coordinación entre las expectativas de los participantes, lo que facilita que se desenvuelvan hacia estructuras de equilibrio más eficientes.

#### **1.4.2.6. La estructura óptima de la propiedad corporativa**

Demsetz y Lehn (1985) identifican la importancia de la estructura de propiedad en la valorización de una empresa. Realizando un estudio sobre las determinantes de dicha estructura en 511 empresas estadounidenses, modulan las determinantes de la concentración con las características propias del desarrollo de cada empresa. Según ellos (Demsetz y Lehn, 1985), el fin originario de la empresa es la maximización del valor de la misma; luego, la estructura de propiedad accionarial se definirá en tanto esta maximice dicho valor. El estudio demuestra, entre otras cosas, que el tamaño de la empresa se halla negativamente asociado a la concentración de la propiedad de la misma; asimismo, la inestabilidad, producto de las regulaciones, está positivamente correlacionada a la concentración. En cuanto a la concentración de propiedad y resultados, establecen no encontrar relación alguna, por lo que afirman que el grado de concentración de propiedad es resultado endógeno de los esfuerzos de maximización de la firma.

#### **1.4.2.7. Dependencia del sendero establecido inicialmente**

Bebchuk y Roe (1999) establecen una fusión de sus teorías –descritas ya en forma independiente– en una singular explicación de la tendencia a la concentración. De acuerdo a dicha propuesta, la estructura corporativa está

delimitada por la estructura económica inicial impuesta, la cual establecerá tanto los reglamentos corporativos como las estructuras de capital, lo que permite que países con marcos institucionales semejantes mantengan diferencias en el grado de concentración de la propiedad prevaleciente. De esta manera se explica porqué en países donde existen presiones, por parte de grupos de interés, hacia la convergencia –al estándar propuesto por Berle y Means–, se mantienen estructuras inadecuadas a los requerimientos producto de la globalización de los mercados.

Bebchuck y Roe (1999) consideran que existen razones, tanto eficientes como no eficientes, para que exista dependencia histórica en la estructura de propiedad. Entre las razones eficientes por las cuales puede existir dependencia histórica en las estructuras eficientes de propiedad se encuentran:

1. Los propietarios pueden haber incurrido ya en el diseño de una estructura de incentivos óptima para determinada estructura de propiedad. Es posible que los costos de diseñar un nuevo sistema de incentivos superen las ganancias producto de reformar la estructura de propiedad.
2. Una estructura difusa de propiedad requiere, para ser eficiente, de un conjunto de instituciones, prácticas y comunidades de profesionales, cuya existencia previa vuelve óptima esta estructura de propiedad. Ello ocurre debido a la necesidad de incurrir en curvas de aprendizaje para la construcción de las habilidades necesarias para el correcto funcionamiento de un mercado de valores.
3. El tener el control de la propiedad afecta la valoración de este control respecto de los demás agentes del mercado. Ello puede deberse al acceso a información privilegiada acerca del desempeño de la firma o inclusive a aspectos emocionales, tales como ser el fundador de la empresa.

4. Es posible que se den equilibrios múltiples en los que diferentes estructuras generan niveles cercanos de rentabilidad. Por ello, no existirán incentivos para cambiar de un equilibrio a otro.

Por otro lado, existen razones no eficientes (es decir, aquellas que impiden el establecimiento de una estructura de propiedad que incremente el desempeño de la firma) por las cuales puede existir una dependencia histórica en las estructuras de propiedad. Entre dichas razones se encuentran:

1. Si ya existe una propiedad concentrada, pero no totalmente, la venta de las acciones por parte del propietario puede incrementar el valor total de la empresa, pero el accionista mayoritario solo recibiría una fracción de este incremento en el valor. Puede darse que esta fracción no sea lo suficientemente grande como para compensar la pérdida en los beneficios privados.
2. Quienes se encuentren ya controlando las firmas pueden influenciar al poder político para que se otorgue una legislación adecuada y que sostenga el tipo de estructura de propiedad con el cual prosperan. Morck *et al* (2004) argumentan que los controladores de las firmas de propiedad concentrada y articuladas en estructuras piramidales tendrían costos de gestión menores que las empresas de propiedad accionarial atomizada. Es de esperar, por ello, que los defensores de un marco institucional prevalezcan sobre quienes desean que se otorguen las condiciones que brinden viabilidad a las estructuras dispersas.

#### **1.4.2.8. Otras teorías sobre la concentración o dispersión de propiedad**

Entre las teorías adicionales sobre las determinantes de las estructuras de propiedad se encuentran: la de Bolton y Von Thadden (1998), en la que se toman en consideración aspectos relacionados a costos y beneficios producto de la concentración y eficiencia de dicha estructura en el mercado de liquidez; la óptica

*darwiniana* de Cheffins (2002), la cual propone que siendo la estructura dispersa aquella que sustenta mejor el funcionamiento de los mercados de valores, la tendencia será a la convergencia, hacia el estándar propuesto por Berle y Means (1932).

Asimismo, Pagano y Volpin (2001) realizan un análisis de economía política para hallar los determinantes del marco institucional. Para ellos, el Estado afecta el balance de poder entre “insiders” y “outsiders” al incorporar los intereses de los diferentes grupos de interés en el gobierno corporativo. Los controladores desean un bajo nivel de protección a los minoritarios y para lograrlo se alían con los agentes, los cuales serían recompensados con una mayor rigidez laboral, lo que permitiría a ambos grupos compartir la extracción de beneficios privados. Esta clase de acuerdo sería más común si el sistema electoral político favoreciera las coaliciones o si los agentes no ostentaran acciones. Además, sería posible una alianza natural entre controladores y agentes para reducir la amenaza de una toma hostil. Contratos laborales rígidos y onerosos pasan a ser una “píldora venenosa” (mecanismo de protección contra las tomas hostiles consistente en reducir las perspectivas de rentabilidad de un posible comprador) que desalienta la toma de la misma.

Finalmente, Van der Elst (2001) afirma que la estructura propietaria es resultado de las características del sector al que pertenece dicha empresa y de la identidad del propietario. Ello se debe a la persecución de rentas (más que a los beneficios privados).

### **1.4.3. Consecuencias de la concentración de propiedad**

#### **1.4.3.1. La concentración de la propiedad y los resultados de la empresa**

Según Demsetz y Villalonga (2001), quienes tomaron como muestra a 223 firmas estadounidenses durante el periodo 1976-1980, no existe una relación significativa entre la estructura de propiedad y el desempeño de una empresa. Esto puede deberse a la eficiencia de los mercados por el control de las firmas,



los cuales, si bien no son perfectos, tienden a hacer que las firmas asuman la estructura más eficiente en función de las circunstancias que enfrentan. Demsetz y Villalonga afirmaron: “Si estas estructuras (de propiedad) fueran el resultado de mercados perfectos por el control, se eliminaría cualquier relación sistemática entre desempeño de la firma y estructura de propiedad” (Demsetz y Villalonga, 2001: 231).

La relación entre estructura de propiedad y desempeño descrita por Berle y Means (1932), la cual sugiere una correlación inversa entre la difusión de accionistas y el desempeño de la empresa, fue refutada por Demsetz (1983), quien argumenta que la estructura de la propiedad debería ser pensada como un resultado endógeno de las decisiones que reflejan la influencia de los accionistas. La estructura de propiedad –difusa o concentrada– debiera ser una que maximice los beneficios de los accionistas, de tal forma que no exista una relación sistemática entre las variaciones de estructura de propiedad y las variaciones del desempeño de la empresa.

Si existiese semejante relación, la estructura de propiedad se modificaría en el sentido necesario (es decir, se concentraría o dispersaría), a fin de incrementar las utilidades, hasta llegar al punto en el que modificaciones subsiguientes afectasen negativamente los resultados, con lo que se asumiría la estructura que maximice los beneficios. Esto conllevaría a que, a partir de dicho punto, los cambios en la estructura sean efecto de cambios en las variables que afectan el punto óptimo antes mencionado. Así, de existir una relación, esta no puede ser sistemática, puesto que de serlo sería aprovechada por los mecanismos de control.

Los estudios empíricos acerca de ambas variables han dado, por lo general, resultados mixtos; además, no existe mayor evidencia de que el impacto de la concentración en el desempeño de la empresa, cualquiera fuera su signo, sea pronunciado (Holderness, 2003). Esto se debe a los efectos contrapuestos de la concentración sobre el desempeño (Mudambi y Nicosia, 1998; Thomsen, 2005), principalmente al mayor monitoreo (lo que incrementa los beneficios comunes),

versus los efectos negativos relativos a los beneficios comunes que obtienen vía los beneficios privados (como son una menor liquidez, excesivo control sobre la gerencia, entre otros).

Grosfeld (2003); Himmelberg *et al* (1999); Gadhoum (2000) y Demsetz y Lehn (1985) proveen evidencia de lo endógeno de la estructura de propiedad argumentada por Demsetz (1983), ya que al realizar una regresión lineal de una medida contable de beneficio (Retorno sobre Activos) con respecto a la fracción de acciones poseídas por los cinco mayores accionistas –en la cual la estructura de propiedad es tratada como una variable endógena– no se evidencia ninguna relación entre la tasa de beneficio y la concentración de propiedad.

Es, pues, asumiendo una relación no sistemática entre desempeño y concentración que Bolton y Von Thadden afirman: “El tema no es si la concentración de la propiedad es de por sí deseable o no. El tema más bien es con qué frecuencia y en qué puntos de la vida de la firma la propiedad debería ser concentrada” (Bolton y Von Thadden, 1998: 18).

Welch (2003), al utilizar una regresión mediante el método de mínimos cuadrados ordinarios, encuentra relación entre desempeño y concentración; sin embargo, al utilizar un modelo de ecuaciones simultaneas con el fin de modelar la endogeneidad (utilizando el modelo de Demsetz y Villalonga (2001)), encontró relación entre concentración y rentabilidad contable, mas no con respecto a la Q de Tobin, y evidencia limitada a favor de la hipótesis de una relación no lineal, puesto que se halló que el coeficiente, al utilizar una variable cualitativa para plantear un umbral de 25%, tiene una significancia cercana a los límites aceptados.

En un estudio que tomó como muestra a empresas de la India, Kumar (2004) encuentra que para que la participación del accionista principal afecte los resultados, es necesario que esta supere determinado umbral (en este caso, un 15% de participación), a fin de que se vea incentivado el controlador a incurrir en

costos de monitoreo. Leech (2000), en un análisis del mercado inglés, encuentra, a su vez, indicios de que dicho umbral sería de 20%.

Pivovarsky (2003) sostiene que la concentración de propiedad influye en los resultados de la empresa dependiendo de la naturaleza de los accionistas mayoritarios. Así, empresas extranjeras y bancos están asociados positivamente a los resultados, de tal forma que el Estado puede tomar ello como una orientación importante al definir las estrategias de privatización. Boren y Arne (2003) también consideran que las características del propietario afectan la relación entre el desempeño y concentración; empero, en su estudio diferencian entre los efectos de grandes accionistas que se involucran en el control de la firma (“insiders”) y de quienes no lo hacen (“outsiders”), encontrando que la propiedad separada del control tiene efectos negativos sobre el desempeño. Esto sustenta la propuesta que sostiene que el mayor monitoreo explica los casos en los que desempeño y concentración se hallan correlacionados.

Weiss y Nikitin (2001) encuentran igualmente una correlación entre la concentración de propiedad y resultados cuando los mayoritarios son extranjeros, mas no así cuando se trata de fondos de inversión o entidades estatales. Boubakri *et al* (2005) encuentran, en un estudio que tiene por muestra 81 bancos de 22 países en vías de desarrollo, que no solo la relación existente entre propiedad y desempeño se ve afectada por la identidad del accionista controlador, sino que dicha identidad afecta asimismo la relación entre desempeño y riesgo.

Otros estudios investigan los efectos del apalancamiento y la relación entre el valor de la firma y la concentración de propiedad en la misma. Ellos sugieren una relación positiva entre resultados y concentración, empero solo para aquellas firmas poco apalancadas. Esto se debe a que, con altos niveles de apalancamiento, el propietario concentrado asume proyectos de bajo Valor Actual Neto (VAN) y de alto riesgo, con el fin de trasladar riqueza de los acreedores a los propietarios (Uchida, 2006; Yoshikawa, 2003; Campbell, 2002; entre otros).

Cole y Mehran (1998) estudian si los cambios en la concentración de propiedad se correlacionan con cambios en los resultados y vice-versa, encontrando una asociación positiva entre ambos hechos. Igualmente, Jones *et al* (2003) analizan si los cambios de propiedad influyen en los resultados, hallando que la eficiencia –como consideración– impulsa cambios en la concentración de propiedad.

Wu y Cui (2002) encuentran igualmente en China la correlación entre concentración de propiedad y resultados, al igual que Jones *et al* (2003) en Estonia. Otros estudios nativos se realizan en India (Kumar, 2004); Bulgaria, Rumania y Polonia (Angelucci *et al*, 2002); Hungría (Earle *et al*, 2003); Brasil (De Siquiera, 1998); Japón (Morck y Nakamura, 2000); entre otros.

Finalmente, otros estudios enlazan la correlación entre concentración y resultados a otras variables, como son la pobre protección legal de los accionistas minoritarios (Boubakri *et al*, 2003; Bolbol *et al*, 2004), el tipo de apalancamiento (Boubaker, 2003a), el aumento o disminución de la actividad comercial –importar o exportar– (Angelucci *et al*, 2002), la edad del gerente principal (McClelland y Barker, 2004), entre otros.

#### **1.4.3.2. Concentración de propiedad y el valor de la empresa**

Boubaker (2003a, 2003b) afirma que los accionistas controladores, al aferrarse al control, están inclinados a extraer beneficios privados, afectando negativamente la valorización de la empresa, medida mayormente a través de la Q de Tobin (Pedersen *et al*, 2001; Bohren y Odegaard, 2004; Lemmon y Lins, 2001; entre otros).

Mínguez-Vera y Martín-Ugedo (2003) encuentran igualmente una relación negativa entre bloques de control de accionistas mayoritarios –y con ello el control ejercido por los mismos– y el valor de la empresa; empero, encuentran dicha relación positiva al tratar dichas variables de manera endógena. Este último

estudio, al igual que el realizado por De Miguel *et al* (2003), demuestra que el tipo de correlaciones depende principalmente de cómo se estructure el modelo.

Por otro lado, FÜRST y Kang (2000) encuentran una relación positiva en el impacto que ejerce la concentración de propiedad en el valor de la empresa. Al igual que Burkart *et al* (1997), sostienen que si bien la presencia de un controlador repercute en los beneficios *ex ante*, al desalentar la formación de capital humano específico a la empresa, estos a su vez sirven de catalizador de la gerencia, generándose así un mayor valor empresarial.

De igual manera, Lee y Ryu (2003) encuentran relación entre la propiedad –o control– gerencial y el valor de la empresa, consistente con los argumentos de la información asimétrica –dado que el valor de la empresa está sujeto a flujos de rentabilidad futura, los gerentes tienen acceso a dicha información, diferenciándose así el valor de la empresa a niveles gerenciales de aquellos obtenidos por inversionistas externos. Esto lleva a que las compras por parte de la gerencia –de acciones de la empresa bajo su control– sirvan de señal de una mejora en el rendimiento no observable por los agentes externos, lo que incrementa la valorización que estos hacen de la empresa. Por ello, incrementos en la concentración de las acciones se asocian a mayores precios de las mismas, y por lo tanto a mayor valor.

#### **1.4.3.3. Concentración de propiedad y acceso a capital**

El accionista mayoritario de una empresa, al requerir de financiamiento externo, enfrenta una gama de alternativas: financiar internamente la operación –ya sea con capital propio o de terceros vía deuda– o acceder al mercado de capitales –accediendo a capital a través de la reducción de su participación accionarial. Si bien esta decisión está ligada a otras variables y situaciones, el financiamiento es un factor importante al decidir el tipo de estructura accionarial óptima para determinada empresa (Pagano y Röel, 1998).

Evidentemente, las necesidades de financiamiento están directamente relacionadas a las participaciones en venta, por lo que la diferencia se encuentra en si dicha venta se concreta de manera privada o pública. Poulsen y Stegemoller (2006) afirman a su vez que dicha decisión –venta privada o pública– está directamente ligada a las expectativas de crecimiento de la empresa; así, a mayores expectativas, mayor el interés por realizar una venta pública, mientras que si las expectativas son desfavorables, la gerencia buscaría formas de liquidar o vender la empresa de manera privada.

Empero, es importante tener presente la liquidez de la acción en dichas circunstancias. Mínguez-Vera y Martín-Ugedo (2003), Bolton y Von Thadden (1998) y Dahlquist *et al* (2002) encuentran que las empresas con mayor concentración accionarial presentan menores índices de liquidez, puesto que el acceso a capitales, a partir de la emisión de acciones, se ve reducido por el temor a la canalización de beneficios privados. Por ello, y añadiendo dicho factor al conocimiento de los beneficios privados *ex ante* en situaciones de concentración, la venta de acciones sin acceso a control o poder se torna más difícil.

#### **1.4.3.4. Otras consecuencias de la concentración de propiedad**

Adicionalmente a lo ya visto, la concentración de la propiedad accionarial se encuentra ligada a temas como competitividad –de acuerdo a la estructura accionarial, la empresa es más o menos competitiva (Gadhoun, 1998; Angelucci *et al*, 2002; Campbell, 2002; entre otros); a la presencia de *pirámides* (situación en la cual un accionista mantiene su propiedad de manera indirecta, mayormente a través de otras empresas), las cuales dificultan la obtención de la identidad del accionista mayoritario (Bertrand y Mullainathan, 2002; Boubaker, 2003a; entre otros); al pago de dividendos –los accionistas mayoritarios deciden el pago de los mismos, encontrándose una relación positiva entre la concentración y el pago de los mismos, lo que es evidencia de menores problemas de agencia con la gerencia (Gadhoun, 2000; Trojanowski, 2004; entre otros).

Asimismo, Guriev y Rachinsky (2005) consideran que la concentración de propiedad incrementa la influencia ejercida por los empresarios sobre las decisiones de políticas públicas. Finalmente, Amatori y Colli (2000) afirman que la concentración fomenta que la empresa se financie bajo el uso de utilidades retenidas y la toma de deuda, a fin de evitar incurrir en ofertas públicas que pudiesen reducir el nivel de control por parte del accionista principal.

## 2.5. Riesgo

### 2.5.1. Introducción

La toma de decisión por parte de todo individuo es disímil bajo la presencia o ausencia de certeza. Es decir, dicha presencia o ausencia afecta la toma de decisión por parte del individuo. Esta diferencia, generada por la incertidumbre, fue estudiada en un primer momento por Daniel Bernoulli, quien publicó en 1738 su ahora famoso ensayo sobre lo que se conoce como la paradoja de San Petersburgo, la cual establece:

En un juego de azar, una moneda es tirada en forma repetida hasta que una 'cara' aparece primero, finalizando así el juego. El jugador recibe  $2^n$  ducados si la primera 'cara' aparece en el ensayo  $n$ .

La probabilidad de esta ocurrencia es simplemente la probabilidad de una secuencia de 'sellos' en los primeros  $n-1$  ensayos y una 'cara' en el  $n$ , lo que es  $1/2$  multiplicado  $n$  veces, esto es.  $(1/2)^n$ . Así, uno recibe 2 ducados con probabilidad  $1/2$ , 4 ducados con probabilidad  $1/4$ , 8 ducados con probabilidad  $1/8$ , y así sucesivamente. Por tanto, el valor esperado (VE) es:

$$VE = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{1}{2^n} 2^n = \frac{1}{2} \cdot 2 + \frac{1}{4} \cdot 2^2 + \frac{1}{8} \cdot 2^3 + \dots = 1 + 1 + 1 + \dots = \infty$$

O, en otras palabras, este es el infinito:  $VE = \infty$ ." (Bernoulli, 1954: 6)

De ello prosigue que deberíamos estar dispuestos a pagar cualquier suma, sin importar lo grande que esta sea, a fin de jugar. Sin embargo, esto no es lo que ocurre en la realidad. Por ello, se puede deducir que los individuos no toman decisiones con el fin maximizar el valor esperado de su riqueza, y que son adversos al riesgo (es decir, a la variabilidad en los pagos de una decisión).

Bernoulli argumenta entonces que el ser humano es un *maximizador* de valores esperados, pero no de su riqueza, si no más bien de su utilidad. Por ende, llega a la conclusión de que la única forma mediante la cual la conducta de los adversos al riesgo es coherente con el supuesto de maximización es asumiendo que la utilidad de una unidad extra de ingreso será menor conforme mayor sea la riqueza del individuo. Por ello, la maximización de utilidad esperada implica que se pondere, en diferente medida, una potencial caída y un incremento en los ingresos de igual magnitud.

Por este motivo, a la hora de tener que elegir entre múltiples alternativas de inversión cuyos retornos no son certeros, los agentes exigirán un mayor retorno para estar dispuestos a preferir una inversión riesgosa a otra que lo es menos (Gollier, 2001). Esta relación es la que se halla formalizada en el modelo CAPM<sup>6</sup> (el cual establece que el premio por riesgo de un activo es igual a su beta multiplicado por el premio por riesgo del portafolio del mercado, siendo el beta el grado de co-movimiento entre el retorno del activo y el retorno del portafolio de mercado –el Índice General Selectivo de la BVL, por ejemplo).

### **1.5.2. Riesgo y concentración**

La compra de acciones implica, para el comprador, el asumir un riesgo (Cogley y Sargent, 2005), puesto que se obtienen activos con una renta que no es fija. Desde Markowitz (1957), se considera que una de las formas mediante las cuales los agentes pueden reducir el riesgo que enfrentan es mediante la diversificación de sus inversiones. Dicha diversificación del portafolio de un inversionista será especialmente útil a fin de reducir el riesgo, dado que la independencia entre los rendimientos hace más probable que reciba altos rendimientos de algunos activos, mientras perciba simultáneamente bajos rendimientos en otros (Eeckhoudt y Gollier, 1999; Parigi y Pelizzon, 2004). Por ello, los resultados del portafolio –como un todo– se aglomerarían alrededor de la media.

---

<sup>6</sup> CAPM: siglas del inglés *Capital Asset Pricing Model*, o Modelo de Valuación de Activos de Capital.



La concentración resulta ser, entonces, una decisión que incrementa el riesgo al que se expone el principal, puesto que pasa a tener una parte significativa de su riqueza invertida en un activo específico; es decir, *pone más huevos en la misma canasta*. Por ello, a la hora de decidir el punto al cual se desea concentrar en una firma un propietario, este enfrenta una cuestión entre percibir mayores ingresos vía los beneficios privados (debido al incremento de su cuota de control) y el asumir un mayor riesgo (Parigi y Pelizzon, 2004).

Si bien se ha escrito mucho acerca de la relación entre riesgo y concentración, la mayor parte de la literatura trata acerca de cómo es que la concentración de propiedad afecta la medida en la cual las firmas están dispuestas a asumir riesgos (Sullivan y Spong, 1998; Lemmon y Lins, 2001; Downs y Sommer, 1999; Gürsoy y Aydogan, 1998; Saunders *et al*, 1990; Cebenoyan *et al*, 1999; Zhang, 1998; entre otros), mas que acerca de la manera como el riesgo afecta la concentración. Los trabajos en los cuales el riesgo es la variable que afecta la concentración de propiedad, y no al revés, son más reducidos en número (Anuchitworawong, 2004; Bitler *et al*, 2005; Strojer *et al*, 2002; Louri *et al*, 2002; Demsetz y Villalonga, 2001).

Castillo *et al* (2006) proponen que en países con una amplia historia de volatilidad macroeconómica (la cual no es controlable por los empresarios), la mayor parte del riesgo que corren las firmas no es producto de su decisión de asumirlo, sino impuesto por circunstancias ajenas a su control. Es por ello que se hace necesario realizar un estudio sobre la realidad peruana, en el cual se tome al riesgo como variable explicativa más que explicada por la concentración de propiedad.

Demsetz y Villalonga (2001) consideran que un incremento en el riesgo implica que los retornos por monitoreo hacia los principales sean cada vez mayores; esto se puede explicar dado que el principal se siente más motivado a supervisar las decisiones de los gerentes ante un entorno mas incierto, y, a su vez, reduce las oportunidades de estos para obtener beneficios privados por su parte. Además, los principales controladores se benefician de un mayor nivel de información

interna, información que les permite incrementar sus posibilidades de comprar barato o de vender caro, lo cual, a su vez, lleva al controlador a incrementar su participación guiado por el deseo de obtener mayores ganancias de capital vía la extracción de mayores beneficios privados.

Anuchitworawong (2004), en un estudio referido a empresas de Indonesia, halla que los efectos nocivos del riesgo sobre el desempeño son menores para las firmas concentradas, dado que se espera que la concentración sea una de las posibles respuestas frente a una crisis en el entorno, como fue la crisis asiática del 97. Ello debido a que una firma concentrada tiene, frente a una de estructura atomizada, mayor flexibilidad –en cuanto a su conducta, puesto que no requiere perder tiempo frente a tomas de decisión relevantes a reformas o estrategias, esperando la formación de una coalición de control.

Bitler *et al* (2005) plantean un modelo en el que la reacción del accionista controlador frente a un incremento en el riesgo consiste en reducir la fracción de esta bajo su propiedad.

Strojer *et al* (2002), al realizar un estudio en Dinamarca con 1201 firmas, encuentran que las que operan en entornos mas riesgosos (es decir, firmas cuyos productos son muy sensibles al ciclo de negocios, cambios en las preferencias o exportadoras) tienden a tener una estructura de propiedad mas dispersa, puesto que así se comparte el riesgo con otros empresarios. Encuentran una relación positiva, dentro de la muestra analizada, entre el riesgo y la probabilidad de que una empresa asuma una estructura de propiedad difusa.

## **1.6. Conclusiones**

La presente revisión de la literatura presenta una clara división del tema principal de estudio en causas y determinantes de la misma. Asimismo, se ha hecho especial énfasis en la relación entre dicha variable y desempeño (o resultados), con deducciones disímiles y de todo tipo. Como se puede apreciar, existen

relaciones positivas, negativas y de carácter endógeno. Demsetz y Villalonga (2001) resaltan que las diferencias entre los estudios se dan por aspectos metodológicos, como son las diferencias entre las variables y muestras utilizadas. Otros motivos detrás de las diferencias en los resultados surgen de la estructura misma de las economías y su regulación (Mayer, 1997), así como de patrones sociales y de desarrollo disímiles (Cadbury, 1999).

El grueso de la literatura sobre las causas de la concentración de propiedad sustenta la idea de que el principal motivador de la retención de grandes paquetes accionariales es la extracción de beneficios privados (Dyck y Zingales, 2001; Bebchuk, 1999; Mello y Parsons, 1994; Pedersen y Thomsen, 2000; entre otros). Asimismo, existe una vasta literatura que relaciona la legislación protectora de los accionistas minoritarios y la estructura de propiedad dispersa (Pagano y Röell, 1998; La Porta *et al*, 1997; Lemmon y Lins, 2001; Shleifer y Wolfenzon, 2000; entre otros).

Respecto del riesgo, la mayor parte de la literatura analiza los efectos de la concentración de la propiedad sobre el riesgo asumido, más que el del riesgo sobre la estructura de propiedad.

## Capítulo 2: Estudio exploratorio

### 2.1. Introducción

El presente estudio explora la concentración de propiedad en el Perú. La concentración de propiedad ha recibido, como foco de investigación científica, considerable atención desde el trabajo inaugural de Berle y Means (1932), donde se explora la separación del control y la propiedad, formulándose un estándar de desarrollo corporativo basado en una propiedad difusa y una gerencia posiblemente atrincherada, desalineada de los intereses accionariales.

A partir de La Porta *et al* (1997), se advierte que el estándar de accionariado difundido, visto *ut supra*, solo es relevante en los Estados Unidos y el Reino Unido, siendo el estándar internacional del resto uno de características concentradas; es decir, donde un accionista (o quien representa a un grupo empresarial) apropia una participación sustantiva, y que permite anular la separación del poder y control vista en el estándar difuso.

En el Perú, se han realizado algunas aproximaciones sobre la estructura patrimonial predominante. Empero, el presente estudio es el primero que se realiza exclusivamente en el Perú y que cubre un horizonte temporal de 10 años. Es importante tener presente, además, el dinamismo de la BVL durante los últimos años y la implicancia de las estructuras patrimoniales en el desenvolvimiento de las tomas de decisión, tanto por el lado de los principales, como por el lado de los agentes.

El estudio exploratorio procede de la siguiente manera: en la sección 2, se analiza brevemente la literatura académica sobre el particular. En la sección 3, se expone la metodología utilizada en el presente estudio. La sección 4 presenta el análisis y discusión de los datos obtenidos. Finalmente, la sección 5 cubre las conclusiones y propuestas de investigaciones futuras.

## 2.2. Revisión de la literatura

En Europa, el control corporativo se encuentra mayoritariamente dentro del estándar prescrito por La Porta *et al* (1998). En aquellos países que han sufrido cambios trascendentales en cuanto a modelos de desarrollo económico (privatizaciones, transiciones de economía estatal a economía de mercado, *et caetera*), la concentración de propiedad se encuentra en un rango de medio a medio-alto, encontrándose concentraciones promedio<sup>7</sup> del accionista mayoritario en un rango que va desde el 20% en Francia, hasta el 57% en Alemania (Pajuste y Olsson, 2001), con algunos países alcanzando concentraciones de 61%, como es el caso de Lituania (Becht y Mayer, 2001).

Claessens y Fan (2002) muestran, para un grupo de países asiáticos<sup>8</sup>, que la riqueza y propiedad de las firmas se hallan concentrados bajo el control de unas pocas familias, normalmente bajo una modalidad de pirámides, y que los lazos entre los empresarios y el gobierno son extensos. Zhuang *et al* (2001) identifican las participaciones del accionista mayoritario en países del sudeste asiático, durante los años 1997 al 1999. Dichas participaciones patrimoniales varían desde el 20.4% en Corea, hasta el 48.6% en Indonesia. Gadhoun (2003), asimismo, observa en dichos países la identidad final del accionista controlador, evidenciando una vez más las divergencias entre derechos de propiedad y de control.

En América Latina, un estudio reciente de la OCDE<sup>9</sup> afirma que la concentración de propiedad es predominante alta, con un tope de 61% en el caso de Argentina. En el Perú, dicho estudio concluyó que la concentración de propiedad promedio es de 57%, lo cual sitúa al mercado peruano dentro del rango superior de la tabla presentada.

Benavides (2005) estudia las determinantes y consecuencias de la concentración de propiedad en Latinoamérica, tomando como fuente la información

---

<sup>7</sup> Por concentración promedio nos referimos a la media de los accionistas mayoritarios:  $X = \text{promedio de la sumatoria de los accionistas mayoritarios}$ .

<sup>8</sup> Hong Kong, Indonesia, Japón, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán y Tailandia.

<sup>9</sup> Ver: Clarke, Alvaro, OCDE “*White Paper* sobre Gobierno Corporativo en América Latina”, 2004.

proporcionada por *Económica* para los años 1999-2003. En dicho estudio, se toma como variable de concentración una variante del índice Herfindahl, el cual suma los porcentajes de propiedad de los 3 principales accionistas mayoritarios.

### **2.3. Metodología**

A fin de construir la muestra, se recolectó data concerniente a propiedad accionarial, tomando como fuente las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) durante los años 1995 y 2004.

La información se tomó de tres fuentes primarias: en primer lugar, el Vademécum Bursátil, documento publicado por la BVL; en segundo lugar, el Informe Mensual emitido por la BVL; en tercer lugar, las memorias y/o documentación oficial entregada a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) para las empresas en estudio.

Dado que la información pertinente al año 1995 aparece en el Vademécum Bursátil publicado en 1996, la información proporcionada por esta fuente aparecerá citada siempre con un año de retraso, no así la información proporcionada por el Informe Mensual o la proporcionada por cada empresa a la CONASEV. El Informe Mensual usado en cada caso ha sido siempre el referido al mes de diciembre de cada año, con la finalidad de obtener la data correspondiente al cierre contable.

Usando dichas fuentes de información, la metodología de recopilación consistió en usar primero el Vademécum, donde, por lo general, se consigna el nombre de los accionistas principales y su porcentaje de participación. En aquellos casos donde no se encontraron los nombres de los accionistas –léase, identidad–, se recurrió a la memoria y/o documentos entregados a la CONASEV por la empresa en mención. En aquellos casos donde se presentaron diferencias entre la información de una y otra fuente, se optó por mantener la información del Vademécum, siempre que se tuviera acceso a la identidad de los accionistas y la composición accionarial

estuviera desagregada. Si no se daba este último supuesto, se privilegiaba la información del Informe Mensual.

En el caso de la Capitalización Bursátil, la primera fuente de información usada fue el Informe Mensual de la BVL. De no contar con dicha información, se optó por excluir a la empresa del estudio. Del mismo modo, de no contar con información sobre propiedad –tanto en el Vademécum como en las Memorias y/o en la información entregada a CONASEV– también se optó por excluir a estas empresas.

Dado que el estudio abarca los años comprendidos entre 1995 y el 2004, se usó información del Vademécum Bursátil desde 1996 hasta el del 2005 como primera fuente. De allí se extrajo la información referida a la fecha de fundación, composición accionarial, pasivos, activos y utilidades netas.

Por otro lado, en el Perú se negocian acciones comunes, preferentes y de inversión. El presente estudio no consideró la participación accionarial de las acciones de inversión, ya que no forman parte del capital social. En estricto, no son reconocidas como acciones por la legislación nacional. En aquellos casos en los que el Vademécum refería participación de acciones preferentes y acciones comunes, se optó por tomar la tenencia accionarial referida a las acciones comunes, dado que es aquella la que refleja la estructura de poder de la empresa.

Asimismo, para el caso de las empresas que solo cotizaban acciones de inversión, se decidió incluirlas en el estudio en la medida en que el Vademécum diera información sobre la composición accionarial de los otros tipos de acciones. Sin embargo, se debe aclarar que la capitalización bursátil que la BVL presenta hace referencia a la capitalización derivada de las acciones que cotizan en bolsa, con lo cual la capitalización bursátil de estas empresas solo hace referencia a la calculada sobre la base de las acciones comunes.

No obstante, como ya se comentó líneas arriba, para este estudio se tuvo que excluir a algunas empresas debido a que no se logró obtener información –sea acceso a su capitalización bursátil o a su estructura accionarial y, en algunos casos, debido a que la empresa no tiene inscrita en la bolsa sus acciones (no cotiza en bolsa), sino unos certificados de participación.

En cuanto a la identificación del accionista mayoritario, la misma se recabó exclusivamente para el año 2002, dado que la información era en extremo difícil de ubicar en la mayoría de años anteriores y posteriores. Para dicha identificación se usó como fuente el Vademécum Bursátil del año 2003.

## **2.4. Data: análisis y discusión**

### **2.4.1. General**

La Tabla 1 muestra la concentración accionarial promedio –medida a través de la media de la propiedad accionarial en tenencia del accionista mayoritario para el total de empresas estudiadas– durante el periodo 1995-2004. Como se puede apreciar, la tenencia Promedio del Accionista Mayoritario (PAM) se incrementó 10.79% durante este periodo en términos absolutos, lo cual implica un incremento relativo de 20.67%. Asimismo, la Capitalización Bursátil (CB) aumentó en dicho periodo en 20,382 millones de Nuevos Soles, lo cual significa un crecimiento de 94.40%.

Es, por otro lado, destacable el incremento de 8.06% registrado en el PAM en el año 2000 frente al PAM del año 1999, así como el crecimiento del 38% en la CB del año 2003 frente a la CB del año 2002. Durante el periodo estudiado, solo se registró una leve disminución en el PAM durante el año 2002, así como una fuerte contracción en la CB en los años 1998 y 2000.



**TABLA 1**

<b>Participación del accionista principal (total BVL)</b>										
<b>Años</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Participación del Accionista Mayoritario	52.19%	52.67%	54.96%	55.58%	55.86%	60.36%	60.82%	60.75%	62.85%	62.98%
Variación PAM	ND	0.92%	4.35%	1.13%	0.50%	8.06%	0.76%	-0.12%	3.46%	0.21%
Desviación estándar	4.04%	3.70%	2.08%	1.64%	1.44%	1.74%	2.06%	2.01%	3.50%	3.59%
Capitalización Bursátil	21,591	26,499	34,319	24,029	31,030	24,685	25,363	26,962	37,267	41,973
Variación CB	ND	23%	30%	-30%	29%	-20%	3%	6%	38%	13%

La Tabla 2 presenta la concentración de propiedad promedio del accionista mayoritario en diversos estudios realizados entre 1996 y 2004, los cuales permiten contrastar la concentración encontrada en el Perú en relación con otros países. Como podemos apreciar, en América Latina la concentración promedio fue 53.33% para el año 2002, con un mínimo de 44% (Colombia) y un máximo de 61% (Argentina). En dicho estudio, la concentración promedio del accionista mayoritario para Perú fue de 57%, lo cual contrasta con el presente estudio –ver Tabla 1–, en el cual dicha concentración es de 60.75% para el mismo año.

Asimismo, podemos apreciar que la concentración de propiedad en los países miembros de la Comunidad Europea es 39.8%; de los países bálticos, 51.8%; y de los países del este asiático, 32.9%, por debajo del 53.33% de América Latina. Estados Unidos, con 7%, y el Reino Unido, con 18.3%, son los únicos países que sustentan el estándar Berle y Means (1932), como se ha mencionado anteriormente. Son, sin embargo, destacables los casos de Estonia (61.1%) y Argentina (61%), quienes junto al Perú conforman los únicos países de los estudios realizados que superan la barrera del 60% de concentración de propiedad.

**TABLA 2**

<b>Concentración de propiedad en otros países del mundo</b>		
	<b>País</b>	<b>Participación del Acc. Mayoritario (%)</b>
Latinoamerica <sup>1</sup> (2002)	Argentina	61.0
	Brasil	51.0
	Chile	55.0
	Colombia	44.0
	México	52.0
	Perú <sup>2</sup>	57.0
Estados Unidos (1996) <sup>4</sup>	EEUU - NYSE	5.4
	EEUU - NASDAQ	8.6
Unión Europea	Bélgica (1999) <sup>3</sup>	41.7
	Francia (1999) <sup>3</sup>	52.0
	Alemania (1999) <sup>3</sup>	46.1
	Italia (1999) <sup>3</sup>	48.1
	España (1999) <sup>3</sup>	37.9
	Reino Unido (2001) <sup>3</sup>	18.3
	Austria (1996) <sup>4</sup>	52.0
	Países Bajos (1996) <sup>4</sup>	43.5
	Suecia (1998) <sup>4</sup>	34.9
	Finlandia (2000) <sup>5</sup>	32.8
	Polonia (2000) <sup>5</sup>	42.4
	Eslovenia (2000) <sup>5</sup>	27.4
Estados Bálticos (2000) <sup>5</sup>	Estonia	61.1
	Latvia	49.5
	Lithuania	44.7
Estado Asiático <sup>6</sup>	Indonesia (1997)	48.6
	Korea (1999)	20.4
	Filipinas (1997)	33.6
	Tailandia (1998)	28.9

<sup>1</sup> White paper on Corporate Governance for Latin America (2004)

<sup>2</sup> Este resultado difiere con el realizado en el presente estudio que encuentra una concentración accionarial para el año

<sup>3</sup> Van der Elst, Chirstph, Industry-Specificities and Size of Corporations: Determinants of Ownership Structures (2004)

<sup>4</sup> Betch, Marco & Barca, Fabrizio. The control of corporate Europe (2001)

<sup>5</sup> Pajuste, Anete & Olsson, Mikael. Ownership concentration: The case of the Baltic States (2001)

<sup>6</sup> Zhuang, Juzhong; Edwards, David; Capulong, Virginita (2001)

## 2.4.2. Sectorial

### 2.4.2.1. Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)

La Tabla 3 muestra la evolución de la participación accionarial promedio del accionista mayoritario (PAM) de las empresas que forman parte de la muestra, en el Sector Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), para el periodo 1995-2004. La misma varía de 22.46% en el año 1995, a 42% en el año 2004, con un máximo de 61.28% en el año 2003 y un mínimo de 22.46% en el año 1995, lo cual significa un crecimiento relativo de 87%. Asimismo, podemos constatar tres fuertes movimientos en el crecimiento de los años 1997 (64.85%) y 2003 (61.28%), así como el decrecimiento del año 2004 (-31.46%).

**TABLA 3**

Participación del accionista principal en el sector AFPs (1995-2004)										
Años	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Participación del Accionista Mayoritario	22.46%	25.26%	41.64%	41.99%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	61.28%	42.00%
Variación PAM	ND	12.47%	64.85%	0.84%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	45.90%	-31.46%
Desviación estándar	12.59%	10.61%	0.97%	1.22%	1.23%	1.23%	1.23%	1.23%	14.86%	1.23%
Capitalización Bursátil	306	551	295	444	306	580	375	376	377	612
Variación CB	ND	80%	-46%	50%	-31%	90%	-35%	0%	0%	62%

Por otro lado, podemos igualmente apreciar el crecimiento de la Capitalización Bursátil (CB) en el sector, el cual aumenta en 99.99%, pasando de 306 millones de Nuevos Soles en 1995, a 612 millones de soles en el año 2004. Es de destacar, de igual manera, la volatilidad de la misma, aumentando en 90% (2000), 80% (1996) y 62% (2004) en algunos años, y contrayéndose 46% (1997), 35% (2001) y 31% (1999) en otros.

Asimismo, durante el periodo de muestra se manifestaron dos niveles muy claros de desviación estándar de la variable PAM; en uno de ellos, la desviación se halla en el rango entre los 10 y 15 puntos porcentuales, durante los años 1996, 1997 y 2003; en el otro nivel, la desviación se halla en el rango entre los 0.97% y 1.23%, en los años 1997-2002, así como en el año 2004.

#### 2.4.2.2. Bancos y Financieras

La Tabla 4 muestra la evolución de la participación accionarial promedio del accionista mayoritario (PAM) de las empresas que forman parte de la muestra, en el Sector Bancos y Financieras, para el periodo 1995-2004. La misma varía de 67.58% en el año 1995, a 93.35% en el año 2004, año en el que se llegó al nivel máximo de concentración en el periodo observado. Dicha variación significa un incremento en términos relativos de 38.13%.

**TABLA 4**

<b>Participación del accionista principal en el sector Bancos y Financieras (1995-2004)</b>										
<b>Años</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Participación del Accionista Mayoritario	67.58%	65.61%	69.25%	74.06%	78.09%	81.31%	81.24%	84.45%	91.05%	93.35%
Variación PAM	ND	-2.92%	5.55%	6.95%	5.44%	4.12%	-0.09%	3.95%	7.82%	2.53%
Desviación estándar	7.79%	9.18%	6.61%	3.21%	0.36%	1.92%	1.87%	4.14%	8.80%	10.43%
Capitalización Bursátil	3,799	5,081	5,619	3,546	5,142	4,303	4,880	4,619	5,062	8,230
Variación CB	ND	34%	11%	-37%	45%	-16%	13%	-5%	10%	63%

Por otro lado, podemos apreciar el incremento en la Capitalización Bursátil en dicho sector. Se puede observar que dicha capitalización aumenta en cerca de 4,431 millones de Nuevos Soles, desde 3,798 millones de Nuevos Soles en 1995

hasta 8,230 millones de Nuevos Soles en el 2004, lo cual significa un crecimiento de 116% en términos relativos.

Entre los años 1995 y 2004, la desviación estándar en la PAM fue fluctuante, llegando a un máximo de 10.43% en el año 2004, y a un mínimo de 0.36% en 1999. Al igual que en el mercado bursátil desagregado, se tuvo una tendencia a la baja en la desviación hasta el año 1999, que pasó a una tendencia a la alza hasta el fin del periodo de muestra.

#### 2.4.2.3. Industrial

La Tabla 5 muestra la evolución de la participación accionarial promedio del accionista mayoritario (PAM) de las empresas que forman parte de la muestra, en el Sector Industrial, para el periodo 1995-2004. La misma varía de 57.21% en el año 1995, a 63.97 % en el año 2004, llegándose ese año al máximo de concentración y siendo el año 1995 aquel en el que se tuvo un mínimo en la concentración. Dicha variación significa un incremento en términos relativos de 12%.

**TABLA 5**

<b>Participación del accionista principal en el sector Industrial (1995-2004)</b>										
<b>Años</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Participación del Accionista Mayoritario	57.21%	56.76%	58.27%	58.77%	59.28%	62.88%	63.12%	62.95%	63.49%	63.97%
Variación PAM	ND	-0.79%	2.66%	0.86%	0.87%	6.07%	0.38%	-0.27%	0.86%	0.76%
Desviación estándar	2.45%	2.76%	1.70%	1.34%	0.98%	1.56%	1.73%	1.61%	1.99%	2.33%
Capitalización Bursátil	2,924	3,620	6,273	4,511	5,180	4,012	4,176	4,828	5,718	6,798
Variación CB	ND	24%	73%	-28%	15%	-23%	4%	16%	18%	19%

Por otro lado, podemos apreciar el incremento en la Capitalización Bursátil en dicho sector. Se puede observar que dicha capitalización aumenta en cerca de 3,873 millones de Nuevos Soles, de 2,924 millones de Nuevos Soles en 1995 hasta 6,798 millones de Nuevos Soles en el 2004, lo cual significa un crecimiento de 132% en términos relativos.

Las empresas mostraron estructuras de propiedad muy parecidas a lo largo del periodo, lo que se refleja en los bajos niveles de desviación estándar entre las variables PAM en dicho sector, fluctuando entre 0.98% y 2.76%. Se manifiesta la misma tendencia que en el mercado desagregado, con una convergencia en las estructuras patrimoniales hasta 1999, seguido de un periodo de divergencia.

#### 2.4.2.4. Mineras

La Tabla 6 muestra la evolución de la participación accionarial promedio del accionista mayoritario (PAM) de las empresas que forman parte de la muestra, en el Sector Mineras, para el periodo 1995-2004. La misma varía de 44.07% en el año 1995, a 48.37% en el año 2004, con un máximo de 51.35% en el año 2001 y un mínimo de 44.07% en el año 1995. Ello significa un incremento para el periodo, en términos relativos, de 10%.

**TABLA 6**

<b>Participación del accionista principal en el sector Mineras (1995-2004)</b>										
<b>Años</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Participación del Accionista Mayoritario	44.07%	47.70%	45.41%	45.38%	46.13%	47.63%	51.35%	48.43%	49.61%	48.37%
Variación PAM	ND	8.24%	-4.80%	-0.07%	1.65%	3.25%	7.81%	-5.69%	2.44%	-2.50%
Desviación estándar	2.36%	0.21%	1.41%	1.43%	0.90%	0.16%	2.79%	0.72%	1.56%	0.68%
Capitalización Bursátil	2,569	4,016	5,152	4,005	6,369	5,518	6,296	7,950	16,083	15,429
Variación CB	ND	56%	28%	-22%	59%	-13%	14%	26%	102%	-4%

Por otro lado, podemos apreciar la variación en la Capitalización Bursátil para los años 1995 y 2004 en dicho sector. Se puede notar que dicha capitalización aumenta en cerca de 12,800 millones de Nuevos Soles, desde 2,569 millones de Nuevos Soles en 1995 hasta 15,429 millones de Nuevos Soles en el 2004, lo cual significa un crecimiento de 501% en términos relativos. Dicho aumento se relaciona significativamente con el aumento en los precios de los minerales, hecho que sin duda ha afectado adicionalmente el rendimiento de la BVL mencionado *ut supra*. Asimismo, es destacable el aumento registrado en el año 2003, donde la CB del Sector Mineras creció en 102%, liderando las cifras de crecimiento anuales de en los años estudiados.

A diferencia de otros sectores, no se manifestaron tendencias hacia una divergencia o convergencia en las estructuras de propiedad, alcanzándose un máximo de 2.79% y un mínimo de 0.21% en la desviación estándar de la variable PAM.

#### **2.4.2.5. Seguros**

La Tabla 7 muestra la evolución de la participación accionarial promedio del accionista mayoritario (PAM) de las empresas que forman parte de la muestra, en el Sector Seguros, para el periodo 1995-2004. La misma varía de 40.47% en el año 1995, a 66.33% en el año 2004, año en el que se dio la máxima concentración observada, y un mínimo de 40.47% en el año 1995. Ello significa un crecimiento en términos relativos de 64%.

Por otro lado, la Capitalización Bursátil para los años 1995 y 2004 aumenta en cerca de 91 millones de Nuevos Soles, desde 736 millones de Nuevos Soles en 1995 hasta 837 millones de Nuevos Soles en el 2004, lo cual significa un crecimiento de 12% en términos relativos.

**TABLA 7**

<b>Participación del accionista principal en el sector Seguros (1995-2004)</b>										
<b>Años</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Participación del Accionista Mayoritario	40.47%	40.85%	52.59%	52.64%	55.10%	59.82%	59.43%	59.82%	62.42%	66.33%
Variación PAM	ND	0.94%	28.74%	0.10%	4.67%	8.57%	-0.65%	0.66%	4.35%	6.26%
Desviación estándar	10.24%	9.97%	1.67%	1.63%	0.11%	3.45%	3.17%	3.45%	5.28%	8.05%
Capitalización Bursátil	736	801	907	599	621	683	680	739	837	827
Variación CB	ND	9%	13%	-34%	4%	10%	0%	9%	13%	-1%

La dispersión en la estructura de propiedad de las firmas muestra la tendencia general del mercado de valores, convergiendo hasta 1999 y divergiendo a partir de entonces. Como se puede apreciar, la variación estándar de la variable PAM logró un máximo de 10.24% y un mínimo de 0.11% para los años 1995 y 1999 respectivamente.

#### **2.4.2.6. Servicios públicos**

La Tabla 8 muestra la evolución de la participación accionarial promedio del accionista mayoritario (PAM) de las empresas que forman parte de la muestra, en el Sector Servicios públicos, para el periodo 1995-2004. La misma varía de 37.24% en el año 1995, a 8.72% en el año 2004, con un máximo de 98.72% que se ha mantenido los años 2003 y 2004, y un mínimo de 37.24% en el año 1995.

Por otro lado, podemos apreciar la variación en la Capitalización Bursátil para los años 1995 y 2004, en dicho sector. Como se puede observar, la capitalización total del sector disminuye en cerca de 4,496 millones de Nuevos Soles, desde 8,610 millones de Nuevos Soles en 1995 hasta 3,614 millones de Nuevos Soles en el 2004, lo cual significa un decrecimiento de 58% en términos relativos. Es destacable el aumento de 114% registrado en el año 2003, el cual lidera el



aumento de la CB en los diferentes sectores estudiados durante los años comprendidos.

**TABLA 8**

<b>Participación del accionista principal en el sector Servicios públicos (1995-2004)</b>										
<b>Años</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Participación del Accionista Mayoritario	37.24%	47.14%	47.02%	47.54%	67.87%	73.48%	73.48%	73.48%	98.72%	98.72%
Variación PAM	ND	26.58%	-0.25%	1.11%	42.76%	8.27%	0.00%	0.00%	34.35%	0.00%
Desviación estándar	20.67%	13.67%	13.75%	13.38%	0.99%	4.96%	4.96%	4.96%	22.80%	22.80%
Capitalización Bursátil	8,610	8,824	10,677	7,192	7,346	4,771	2,784	1,544	3,310	3,614
Variación CB	ND	2%	21%	-33%	2%	-35%	-42%	-45%	114%	9%

El Sector Servicios públicos demostró la mayor heterogeneidad en las estructuras de dispersión en la variable PAM, con una desviación estándar de 20.67% en el año 1995, la cual disminuye hasta 0.99% en 1999, para luego aumentar y llegar a 22.80% en el año 2004.

#### **2.4.2.7. Empresas diversas**

Finalmente, la Tabla 9 muestra la evolución de la participación accionarial promedio del accionista mayoritario (PAM) de las empresas que forman parte de la muestra, en el Sector Empresas diversas, para el periodo 1995-2004. La misma varía de 46.92% en el año 1995, a 54.70% en el año 2004, año en el que se llegó al máximo grado de concentración, y un mínimo de 46.92% en el año 1995. Ello significa un aumento relativo de 17%.

Asimismo, podemos apreciar la variación en la Capitalización Bursátil para los años 1995 y 2004, en dicho sector. Como se puede observar, la misma aumenta en

cerca de 3,817 millones de Nuevos Soles, desde 2,646 millones de Nuevos Soles en 1995 hasta 6,463 millones de Nuevos Soles en el 2004, lo cual significa un crecimiento de 144% en términos relativos.

**TABLA 9**

<b>Participación del accionista principal en el sector Empresas diversas (1995-2004)</b>										
<b>Años</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Participación del Accionista Mayoritario	46.92%	47.39%	49.14%	48.91%	42.30%	54.19%	53.18%	54.19%	53.61%	54.70%
Variación PAM	ND	1.00%	3.69%	-0.47%	-13.51%	28.11%	-1.86%	1.90%	-1.07%	2.03%
Desviación estándar	2.50%	2.17%	0.93%	1.09%	5.77%	2.64%	1.93%	2.64%	2.23%	3.00%
Capitalización Bursátil	2,646	3,605	5,396	3,732	6,065	4,818	6,171	6,906	5,880	6,463
Variación CB	ND	36%	50%	-31%	63%	-21%	28%	12%	-15%	10%

En este sector, a pesar de la diversidad de las actividades económicas realizadas, la desviación estándar de la variable PAM no es muy alta, lográndose un máximo de 5.77% en el año 1999, y un mínimo de 0.93% en el año 1997. A diferencia de otras industrias, no es posible identificar una tendencia clara a lo largo del periodo.

#### **2.4.3. Identidad del accionista mayoritario**

La Tabla 10 muestra la identidad del accionista mayoritario para el año 2002. Como se puede apreciar, de un total de 169 empresas, el 80% (136) de estas tienen como accionista mayoritario a una persona jurídica; el 10% (17), a personas naturales; el 4% (6), al Estado peruano; mientras que el 6% (10) no se pudo identificar por falta de información.

**TABLA 10**

<b>Tipo de accionista mayoritario para el año 2002</b>		
<b>Tipo de Accionista</b>	<b>Cantidad</b>	<b>%</b>
Empresa	136	80%
Persona Natural	17	10%
Estado	6	4%
No se encontró datos	10	6%
<b>TOTAL</b>	<b>169</b>	<b>100%</b>

## **2.5. Conclusiones y futuros estudios**

Este estudio explora las estructuras accionariales de propiedad en el Perú, usando para tal fin aquellas empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) durante el periodo 1995-2004.

Al estudiar y examinar la data antes analizada y discutida, la primera conclusión es que las empresas peruanas están altamente concentradas, como se puede apreciar al comparar los niveles de concentración en el Perú con los de países de la región latinoamericana, Europa y países del sudeste asiático (ver Tablas 1 y 2). El Promedio del Accionista Mayoritario (PAM) para el año 2004 (62.98%) muestra el más alto grado de concentración entre los estudios revisados, claramente situando al Perú en el estándar propuesto por La Porta *et al* (1998).

Como segunda conclusión, se puede constatar que la BVL ha experimentado, durante dicho periodo, un crecimiento en su valorización (medida a través de la Capitalización Bursátil) de 94%; dicho incremento registra asimismo movimientos globales producidos durante el periodo, tales como la crisis de 1998, el estancamiento de la economía mundial luego de los sucesos del 11 de septiembre del 2001, así como también el auge en los precios de los metales que se registra desde el 2003.

Es indispensable, a partir del estudio presentado, realizar investigaciones futuras sobre factores relacionados a dicha concentración de propiedad, dirigidos a establecer las determinantes y consecuencias de la misma, toda vez que ello –de acuerdo a lo analizado en la literatura académica– traiga como consecuencias diversas acciones con carácter adverso para los accionistas minoritarios (*i.e.* la expropiación de beneficios privados), así como también afecte los resultados y la valoración de las empresas.

Asimismo, queda para futuras investigaciones el porqué de las variaciones en la desviación estándar encontradas en la variable PAM para las empresas pertenecientes a un mismo sector, toda vez que estas enfrenten entornos semejantes. Dicho estudio permitiría aislar los efectos de las variables propios de las empresas de aquellas determinadas por el entorno institucional y económico relativo al sector.

## Capítulo 3: Desarrollo de las hipótesis

### 3. 1. Introducción

El capítulo 1 elabora las relaciones existentes entre la concentración de propiedad y las determinantes y consecuencias de la misma. El capítulo precedente muestra el estudio exploratorio realizado como parte de la presente investigación a fin de describir la realidad sobre dicho tema respecto de las empresas peruanas, tomando como muestra el mercado de valores limeño.

La evidencia empírica registrada en la literatura académica (ver capítulo 1) se refiere principalmente al estándar propuesto por La Porta *et al* (1998), aquel que sugiere la predominancia internacional de estructuras accionariales concentradas. Debido a las características institucionales y legales del entorno corporativo peruano, las conclusiones obtenidas a partir de aquellos estudios empíricos no necesariamente son aplicables a dicho entorno. La literatura sugiere ciertas determinantes y consecuencias de la concentración de propiedad predominantes en países más desarrollados. Adicionalmente, las prácticas de gobierno corporativo se han desarrollado recientemente a nivel local, denotando un marco institucional subdesarrollado, evidenciado en el reporte sobre dicho tema realizado por el Banco Mundial (2004). Asimismo, se ha identificado una brecha en los estudios revisados respecto a la relación existente entre concentración de propiedad y la volatilidad política, económica y social de un país.

El presente capítulo trata sobre el tema central a fin de desarrollar las proposiciones que sustentan el desarrollo de hipótesis (ver capítulo 4). El resto del capítulo se desarrolla de la siguiente manera: primero, el desarrollo de las proposiciones claves para dicho estudio; segundo, la formulación y sustentación teórica de las hipótesis de investigación; y tercero, las conclusiones referidas al presente capítulo.

### 3.2. Propositiones de la investigación

Desde el trabajo seminal de Berle y Means (1932), donde se evidencia la convergencia corporativa norteamericana hacia estructuras accionariales dispersas, la separación del control y la propiedad ha recibido la mayor parte de la atención académica. Ello se debe a que dicha estructura accionarial se asocia a una divergencia de intereses entre los accionistas (principales) y los gerentes (agentes), identificándose dicha divergencia a su vez con problemas de tipo principal-agente, mayormente en cuanto a los incentivos de cada grupo (Jensen y Meckling, 1976). El motivo principal de dicho énfasis es la coincidencia geográfica de los centros de creación de teoría acerca de las estructuras de propiedad y la predominancia de esquemas de propiedad dispersa.

Sin embargo, cuando la estructura accionarial es concentrada, se identifica una alineación por parte de los agentes hacia los objetivos de los principales, toda vez que los segundos ostenten el control y la propiedad de la firma. Dicha alineación, sin embargo, abre campo a divergencias entre los intereses de aquellos principales mayoritarios (controladores) frente a los intereses de aquellos principales minoritarios (La Porta *et al*, 1998; entre otros).

Asimismo, la concentración de propiedad acrecienta el nivel de monitoreo por parte del accionista controlador; a consecuencia de ello, una mayor concentración restringe la discrecionalidad gerencial, reduciéndose con ello los costos de agencia, y aumentado con ello la rentabilidad de la empresa (Shleifer y Vishny, 1986; entre otros). Por otro lado, la rentabilidad de la empresa se encuentra sujeta al monitoreo oportuno y efectivo de los controladores en el largo plazo (Lehmann y Weigand, 2000).

El presente estudio investiga el impacto de la concentración en la rentabilidad de las empresas, así como la relación existente entre dicha estructura accionarial y el riesgo percibido. La siguiente discusión resume las proposiciones formuladas a fin de establecer una relación entre la evidencia empírica analizada y las hipótesis formuladas *ut infra*.

La primera proposición sostiene que la estructura accionarial determina la naturaleza de la relación entre principales y agentes, así como los problemas de agencia existentes, sean de tipo principal-agente o principal mayoritario-principal minoritario (La Porta *et al*, 1998; Gregoric y Vespro, 2003; Berglof y Pajuste, 2003; entre otros). La ausencia de protección legal adecuada, sumado a la presencia de accionistas controladores, favorece el monitoreo activo de los mismos, proporcionando asimismo incentivos para que los controladores protejan dicha inversión, y para que ella aumente de acuerdo al aumento del control sobre la empresa (La Porta *et al*, 2000a). Manteniendo constante el resto de las variables, dicha concentración reduce los costos de agencia e incentiva un mejor resultado de la empresa (Jensen y Meckling, 1976; Lehmann y Weigand, 2000).

La segunda proposición es que el riesgo percibido afecta la expectativa de rentabilidad de los accionistas controladores, afectando luego la estructura accionarial de la empresa (Anuchitworawong, 2004). Demsetz (1983) afirma que a mayor percepción de riesgo, mayor será el retorno esperado por efectos de monitoreo, debido a una mayor facilidad de extraer beneficios privados (por parte de los controladores), la cual será igualmente más difícil de detectar por parte de los minoritarios. Sin embargo, el accionista controlador es más sensible al riesgo que los minoritarios, debido a la concentración de su riqueza en una firma (Anuchitworawong, 2004; Strojer *et al*, 2002). Permaneciendo constante el resto de variables, la percepción de riesgo por parte del accionista controlador afecta la estructura accionarial de la misma.

La tercera proposición se desarrolla sobre el tamaño de la empresa y la estructura accionarial de la misma. Demsetz (1983) argumenta que en ausencia de mercados financieros perfectos, los inversionistas enfrentan restricciones de acceso a capital, lo cual implica que la dispersión de la propiedad se hace necesaria a fin de obtener capitales para tener escalas eficientes de producción. Los estudios de Buzzachi y Colombo (1996) sustentan asimismo dicha posición.

Por otro lado, mientras más grande sea la firma, los beneficios privados serán menores respecto de los beneficios comunes, lo cual disminuye la relación

existente entre los beneficios y el valor del paquete de control. Como resultado tenemos que, manteniendo constantes las demás variables, a mayor tamaño de la firma menor será el grado de participación por parte del accionista controlador.

La siguiente sección desarrollará las proposiciones vistas *ut supra* en hipótesis contrastables.

### **3.3. Estructura accionarial y resultados de la empresa**

La literatura académica contrasta en extenso la relación existente entre la estructura accionarial y los resultados de la empresa. Estudios empíricos demuestran que dicha correlación tiene efectos mixtos: algunos sugieren una relación positiva, otros argumentan a favor de una relación negativa, y otros sustentan que es indeterminable el signo de la relación.

Jensen y Meckling (1976) sugieren que un mayor grado de concentración reduce las divergencias existentes entre los intereses de los propietarios y de los controladores; ello debido al incremento en los retornos al monitoreo por parte del accionista controlador. Gregoric y Vespro (2003) afirman que un incremento en la concentración afecta positivamente el desempeño de la firma. Ello debido a que las externalidades positivas sobre los minoritarios, producto de un mayor esfuerzo de monitoreo por parte del controlador, son menores tras una mayor concentración. Boubakri *et al* (2003) alegan que la concentración es el mecanismo clave mediante el cual las firmas superan las falencias del marco institucional que enfrentan, y pueden asumir, asimismo, un nivel de control que permita mayor eficiencia de la firma.

En contraste, Gürsoy y Aydogan (1998) afirman que la concentración genera una falta de diversificación por parte de los grandes accionistas; ello conlleva a que los accionistas controladores perciban en mayor grado el riesgo, lo cual reduce el interés por proyectos que, si bien son rentables, acarrearán un mayor nivel de riesgo. Asimismo, la concentración de propiedad acarrea un aumento en la



extracción de beneficios privados, lo cual genera una disminución en el reporte de beneficios *ex post*. Finalmente, se sugiere que la propiedad concentrada puede implicar un excesivo control sobre la gerencia, desalentando con ello la inversión en capital humano específico de la firma por parte de los agentes.

Grosfeld (2003) acepta los argumentos vistos *ut supra* de relación entre concentración y desempeño; empero, plantea que el signo de esta relación se verá afectado por las características particulares de cada país.

En consistencia con los argumentos elaborados previamente, Chirinko *et al* (2003) argumentan lo siguiente:

“Si un propietario controlador incrementa su posición, el problema de atrincheramiento es mitigado. Una vez que el accionista principal obtiene un control efectivo de la firma, todo incremento en los derechos de votación no atrinchera en mayor medida al propietario. Una mayor propiedad sobre el flujo de caja implica que le costará más al accionista controlador desviar recursos de la firma para beneficios privados. Una alta concentración de propiedad de los flujos de caja sirve como compromiso creíble que el accionista controlador no expropiará a los minoritarios. Ese compromiso es creíble porque los accionistas minoritarios saben que si el propietario controlador extrae de manera inesperada beneficios privados, ello generará una caída en el precio de las acciones del controlador. En equilibrio, el accionista mayoritario, que posea una importante posición, buscará elevar el precio de las acciones, de tal manera que un incremento en los derechos sobre el flujo de caja del controlador mejore el alineamiento de intereses entre el accionista mayoritario y los accionistas minoritarios, además de reducir el efecto de atrincheramiento.” (Chirinko *et al*, 2003)

Dicha posición, sumada a lo descrito en el estudio exploratorio, sugiere que incrementos en la concentración, a partir de un nivel lo suficientemente alto, aminoran la extracción de beneficios privados. Asimismo, la información privilegiada promueve la adquisición de acciones, por parte del controlador, en presencia de altas tasas de rendimiento. Por ello, manteniendo todo lo demás constante:

*Hipótesis 1 ( $H_1$ ): Una mejora en el desempeño, medido a través del ROA, estará asociada a un incremento en la participación del accionista controlador.*

Demsetz (1983) sostiene que la relación entre concentración y desempeño será endógena dado que, en mercados competitivos, las firmas tenderán a asumir las estructuras de propiedad que maximicen su desempeño, por lo que no es esperable una relación sistemática entre desempeño y concentración de la propiedad. Asimismo, Miwa y Ramseyer (2002) encuentran que en Japón, tras la disolución mandatoria de las *zaibatsu* tras la Segunda Guerra Mundial, las empresas pasaron por un periodo de transición en el que era posible encontrar una relación sistemática entre desempeño y estructura accionarial; sin embargo, con el paso del tiempo, esta relación desapareció debido a la convergencia de las empresas hacia estructuras de propiedad que les resultaran óptimas. Por ello, se espera una relación de causalidad simultánea entre ambas variables, dado que se afectan mutuamente. Sin embargo, se espera también que la relación causal sea más intensa en un sentido que en el otro, lo cual nos lleva a considerar las siguientes hipótesis:

*Hipótesis 2 ( $H_2$ ): Un incremento en el desempeño de la empresa, medido a través del ROA, causa una mayor concentración de la propiedad.*

*Hipótesis 3 ( $H_3$ ): Un incremento en la concentración de la propiedad causa un mayor desempeño en la empresa, medido a través del ROA.*

### **3.4. Estructura accionarial y riesgo**

La relación existente entre el riesgo, como determinante, y la estructura accionarial ha sido pobremente explorada por la literatura académica en comparación con otros temas, tales como desempeño. Demsetz y Lehn (1985) argumentan que una mayor volatilidad del entorno de la empresa incrementa el interés por supervisar las acciones de la gerencia, y, de esa manera, por separar

los efectos endógenos de los exógenos referidos a las acciones de los agentes. Demsetz y Villalonga (2001) afirman que un incremento en la percepción de riesgo incrementa las oportunidades de la gerencia de desviar para sí recursos de la firma. Ello, sumado a los beneficios de información privilegiada que ostenta el accionista controlador, permite al mismo valorizar en mejor medida que el mercado el precio de las acciones, por lo que tendrán mayores posibilidades de obtener *a posteriori* ganancias de capital.

Anuchitworawong (2004) sostiene que el efecto del riesgo sobre el desempeño es menor para las empresas concentradas, por lo que sustentan a la concentración como una respuesta frente a una crisis generalizada, usando como ejemplo la crisis financiera del Asia en 1997.

En contraposición, Bitler *et al* (2005) plantean un modelo teórico en el que la reacción del accionista controlador, cuando este es el emprendedor, y frente a un incremento en el riesgo, consistirá en reducir su participación en la propiedad de la empresa. De igual manera, Stojer *et al* (2002) y Drud Hansen *et al* (2002) encuentran que en las industrias de mayor riesgo la propiedad tenderá a estar más diversificada; ello debido a que el mayoritario es más sensible al riesgo de la empresa que controla, puesto que una fracción significativa de su riqueza se encuentra invertida en la empresa en cuestión.

En resumen, la percepción de riesgo afecta las estructuras accionariales, por lo que se plantea, manteniendo todas las demás variables constantes:

*Hipótesis 4 (H<sub>4</sub>): Un mayor nivel de percepción de riesgo de la empresa, utilizando como variable proxy el grado de apalancamiento, se verá acompañado de una menor participación por parte del accionista controlador.*

Dado que la operación de concentración o desconcentración no es inmediata a la percepción del riesgo, se plantea la existencia de un rezago entre dicha

percepción y los efectos de esta sobre la estructura accionarial. Por ello, y manteniendo todas las demás variables constantes:

*Hipótesis 5 (H<sub>5</sub>): Un mayor nivel de percepción de riesgo de la empresa, utilizando como variable proxy el grado de apalancamiento en el periodo anterior, se verá acompañado de una menor participación por parte del accionista controlador.*

El presente estudio explora la relación existente entre la percepción de riesgo político, social y económico, la cual es exógena a las decisiones de los propietarios, en tanto los accionistas controladores evalúan simultáneamente a los eventos directos de la empresa variables macro de tipo político, económico y social. Boubakri *et al* (2003) relacionan un menor grado de concentración con un incremento en el riesgo país, dado que dicho índice de riesgo refleja la credibilidad y la habilidad del gobierno de mantener las condiciones existentes *ex post* el proceso de privatización. Por lo tanto, manteniendo todas las demás variables constantes:

*Hipótesis 6 (H<sub>6</sub>): Una menor percepción de riesgo político, económico y social del país, utilizando como variable proxy el índice de riesgo provisto por el “International Country Risk Guide (IRCG)”, conllevará a una mayor concentración por parte del accionista controlador.*

### **3.5. Estructura accionarial y tamaño de la firma**

Demsetz y Lehn (1985) sostienen que la concentración de la propiedad no se consigue de manera gratuita; para que ello ocurra, es necesario que existan pocos propietarios dispuestos a arriesgar una considerable fracción de su riqueza en una sola empresa. Empero, dicho costo es alto, por lo que la estructura de propiedad que maximice las utilidades de los propietarios no puede ser parecida a aquella empresa con un único accionista. Ello es particularmente válido para las empresas más grandes, dado que conforme mayor sea el tamaño de la firma,

mayor riesgo implicaría la compra de determinada fracción accionarial. Por ende, mientras más grande sea la firma, más difusa tenderá a ser la estructura accionarial. Zaabar (2003) y Pedersen y Thomsen (2001), en Francia y Estados Unidos respectivamente, concuerdan con lo sostenido por Demsetz y Lehn (1985).

De Siquiera (1998), sin embargo, en contraposición a lo mencionado *ut supra*, encuentra en Brasil resultados disímiles, y atribuye dicha diferencia a las formas de financiamiento de capital específicas de las firmas brasileñas, la mayoría de las cuales tiende a acceder a capital a través de préstamos bancarios o la emisión de bonos corporativos.

En tanto el mercado limeño de financiamiento es limitado en dicho aspecto, se espera una similitud con lo expuesto por Demsetz y Lehn (1985). Así, manteniendo las demás variables constantes:

*Hipótesis 7 (H<sub>7</sub>): Las participaciones del accionista mayoritario tenderán a ser menores mientras más grande sea el tamaño de la empresa, medida esta a través de la Capitalización Bursátil.*

### **3.6. Conclusiones**

Este capítulo ha planteado y ha descrito el desarrollo de las hipótesis basadas en las proposiciones presentadas en la sección 3.2. Un resumen de las hipótesis planteadas es presentado, a continuación, en la Tabla 12. Como se puede apreciar, se plantean en total siete hipótesis, de las cuales tres estudian las relaciones entre la concentración de propiedad y el desempeño; tres estudian las relaciones entre la concentración de propiedad y el riesgo, tanto aquel de la empresa, como aquel relativo a la riesgo político, económico y social del país; y, finalmente, una estudia la relación entre la concentración de propiedad y el tamaño de la empresa.

Dichas hipótesis servirán como base para el desarrollo de las variables discutidas en el próximo capítulo, donde se desarrollará asimismo el modelo planteado en el presente estudio.

**TABLA 12 Resumen de las hipótesis**

---

H<sub>1</sub>: Una mejora en el desempeño, medido a través del ROA, estará asociada a un incremento en la participación del accionista controlador.

---

H<sub>2</sub>: Un incremento en el desempeño de la empresa, medido a través del ROA, causa una mayor concentración de la propiedad.

---

H<sub>3</sub>: Un incremento en la concentración de la propiedad causa un mayor desempeño en la empresa, medido a través del ROA.

---

H<sub>4</sub>: Un mayor nivel de percepción de riesgo de la empresa, utilizando como variable proxy el grado de apalancamiento, se verá acompañado de una menor participación por parte del accionista controlador.

---

H<sub>5</sub>: Un mayor nivel de percepción de riesgo de la empresa, utilizando como variable proxy el grado de apalancamiento en el periodo anterior, se verá acompañado de una menor participación por parte del accionista controlador.

---

H<sub>6</sub>: Una menor percepción de riesgo político, económico y social del país, utilizando como variable proxy el índice de riesgo provisto por el “*International Country Risk Guide (ICRG)*”, conllevará a una mayor concentración por parte del accionista controlador.

---

---

H<sub>7</sub>: Las participaciones del accionista mayoritario tenderán a ser menores mientras más grande sea el tamaño de la empresa, medida esta a través de la capitalización bursátil.

---

## **Capítulo 4: Diseño de la investigación**

### **4.1. Introducción**

El capítulo anterior desarrolló las proposiciones e hipótesis que motivan la presente investigación. En este capítulo, se desarrollan las variables que componen el modelo propuesto. Dicho modelo, sustentado en variables utilizadas en estudios empíricos o respaldadas académicamente, permitirá contrastar la data y las hipótesis planteadas anteriormente.

El presente capítulo se descompone en dos partes: en primer lugar, se discuten las variables utilizadas en el modelo; en segundo lugar, se plantea el modelo. Al final se presentan las conclusiones de este capítulo.

### **4.2. Desarrollo de las variables**

#### **4.2.1. Variable concentración de la propiedad**

La estructura de propiedad se refiere a la configuración de la propiedad en manos de los distintos accionistas, sean estos individuos u organizaciones. El nivel de porcentaje accionarial en una compañía determina la forma como la firma es poseída y como la autoridad es distribuida entre los propietarios. Por ello, sirve como base para determinar el concepto de control y poder al interior de una firma.

Si bien existen diversas formas de medir dicho nivel de concentración, una de las medidas más usada consiste en calcular el porcentaje de los accionistas, a través del *ratio* del número de acciones poseídas por estos y el número total de acciones de la firma, escindiendo a aquel accionista con el mayor porcentaje de participación en la firma. Dicho accionista es considerado el “mayoritario” o “controlador”.



Otra manera de medir dicha concentración es a través de una variación del índice Herfindahl; dicho índice, usado con el fin de medir el grado de concentración de un determinado mercado, se construye a partir de la sumatoria de los cuadrados del porcentaje de participación de cada empresa. En la variación utilizada en diversos estudios sobre concentración de propiedad, se realiza una sumatoria de los cuadrados de la participación de cada accionista. Empero, dicha variación del índice Herfindahl no tiene sentido en un mercado bursátil tan concentrado como el peruano, puesto que, en general, las firmas no son manejadas por una coalición de propietarios sino por uno solo. Con respecto al índice Herfindahl, este se ve afectado por la participación de segundo accionista, lo cual puede tener efectos sobre el gobierno corporativo, diferente del uso de la participación del accionista mayoritario, por lo que se corre el riesgo de utilizar una variable que mezcle ambos efectos (Edwards y Weichenrieder, 1999).

Short (1994) argumenta que la mayoría de estudios investigan el grado de separación del control y la propiedad, y utilizan dicha información a fin de diferenciar entre firmas controladas por los propietarios o aquellas que lo son por los agentes. Cubbin y Leech (1983), sin embargo, consideran que simplemente diferenciar entre ambos tipos de firmas impide el tomar en cuenta los efectos del grado de concentración de la propiedad entre firmas que ya poseen un accionista controlador. El estudio de la propiedad, por lo tanto, debe focalizarse en el grado de concentración de la firma antes de realizar comparaciones entre los tipos de controlador, sean principales o agentes.

En el caso del Perú (en el que solo 12 firmas dentro de la muestra, tanto en 1995 como en 2004, tenían un accionista principal con menos de 20%), la comparación no puede ser analizada entre firmas controladas por los principales o los agentes, ya que en la mayoría de los casos existe un accionista controlador. En estos casos, lo que se necesita explicar son los efectos y determinantes de la porción del controlador.

Se han utilizado múltiples variables para medir el grado de concentración, las cuales se pueden dividir en dos grandes grupos: las discretas y las continuas. Las

discretas son aquellas que asumen valores de cero o uno en función de si la participación del accionista controlador, o la suma de participaciones de determinado número de accionistas, superan cierto umbral. Kamerschen (1968), Thonet y Poensgen (1979), Demsetz y Lehn (1985), Denis *et al* (1999), entre otros, hacen uso de esta clase de variable (el utilizar esta variable permite estudiar aquellos casos en los que la empresa se halla controlada por una coalición de accionistas), la cual es útil a la hora de comparar el desempeño de las estructuras de propiedad dispersa versus las de propiedad concentrada (aspecto que no es objeto del presente estudio).

Las continuas son aquellas que, como su nombre indica, pueden asumir infinitud de valores dentro de un rango. Para ello, se han utilizado mayormente dos clases de medidas: aquel descrito *ut supra* como el índice Herfindahl (McConnel y Servaes, 1995; Demsetz y Lehn, 1985; entre otros), y aquellas que utilizan el porcentaje del accionista mayoritario (Pedersen y Thomsen, 2000; Lloyd *et al*, 1986; entre otros).

En la presente investigación se utiliza como variable de concentración de propiedad el porcentaje de participación del accionista mayoritario.

#### **4.2.2. Variable tamaño de la firma**

El tamaño de la firma ha sido considerado como una de las variables explicativas de la estructura de propiedad más importantes desde los estudios de Demsetz y Lehn (1985), quienes afirman que, conforme mayor sea una firma, mayor será el costo de obtener un determinado nivel de control. Afirman, además, que su inclusión es importante debido a que sirve para aislar diversos efectos del tamaño (e.g. economías de escala, poder de mercado, entre otros).

Demsetz y Lehn (1985) sostienen que el tamaño de la firma es una de las tres grandes determinantes de la concentración de la propiedad (conjuntamente con los beneficios privados y el riesgo). Ello, además, desalienta la concentración,

puesto que mientras mayor sea la firma, mayor será la riqueza invertida en una sola empresa. Así, existe una estructura de propiedad *maximizadora* de utilidades, la cual se ve afectada por el tamaño de la firma, puesto que mientras mayor sea esta, en mayor medida un accionista concentrado inducirá a la firma a no asumir proyectos rentables cuyo riesgo no está dispuesto a aceptar el controlador. Ello sí ocurriría de ser dispersa la estructura de propiedad. Sin embargo, en dicha estructura deberían existir, a la vez, acciones suficientes en posesión de muy pocos accionistas, de modo que estos puedan ejercer algo más que un módico control sobre la administración profesional.

En los estudios acerca de la concentración de la propiedad se han utilizado múltiples medidas del tamaño de la firma, tales como el logaritmo del total de activos o su valor promedio (Lukviarman, 2004; Gürsoy y Aydogan, 1998; Gadhoum, 2003), ventas de la compañía o su logaritmo (Grosfeld, 2003; Atanasov, 2002; Boubakri *et al*, 2003), o la CB (Prowse, 1992; Ahmed *et al*, 2003).

Debido a la mayor accesibilidad de los datos acerca de la capitalización, y por que esta variable refleja en mejor medida el monto que está arriesgando el accionista controlador, en el caso de la presente investigación se hace uso de la CB como medida del tamaño de una firma.

#### **4.2.3. Variable desempeño**

Diversos estudios acerca de la concentración de la propiedad contrastan el grado de relación entre dicha variable y el desempeño de la firma. De acuerdo a la literatura y los estudios empíricos revisados (ver capítulo 1), la presencia de un accionista controlador reduce los costos de agencia, derivados de la fiscalización de la misma, favoreciendo el monitoreo y la búsqueda de mejores resultados operativos (Jensen y Meckling, 1976; La Porta *et al*, 1997).

En general, se han utilizado diversas medidas de desempeño, entre las cuales destacan: el retorno sobre activos (ROA) (Wiwattanakantang, 2001; Murali y

Welch, 1989; Pedersen y Thomsen, 2000; Steer y Cable, 1978; entre otros), el retorno sobre ventas (Steer y Cable, 1978), y el retorno sobre patrimonio (ROE) (Bothwell, 1980; Kamerschen, 1968; Steer y Cable, 1978; entre otros). Asimismo, se hace extensivo en dichos estudios el uso de la Q de Tobin, medida en la que se calcula el valor de mercado de la deuda más el valor de mercado de las acciones, divididos entre el costo de reposición de todos los activos (Holderness y Sheehan, 1988; McConnel y Servaes, 1995; Denis *et al*, 1999; entre otros). El uso de este indicador en el Perú se ve severamente dificultado porque solo una fracción de las firmas emite deuda.

Con respecto al uso del ROA como medida de desempeño, Joh (2003) resaltó la ventaja de este sobre otros indicadores de desempeño en el contexto de países subdesarrollados, dando los siguientes argumentos: en primer lugar, la existencia de mercados de valores ineficientes, lo que lleva a que el precio de las acciones no sean reflejo de toda la información disponible; en segundo lugar, porque existe evidencia de que la rentabilidad contable tiene una asociación más fuerte con la supervivencia de la firma que la Q de Tobin; y en tercer lugar, porque nos permite evaluar el desempeño de firmas que han sido muy poco negociadas en el mercado de valores, por lo que su precio no recoge mucha información.

Demsetz y Villalonga (2001) expresan que los ROA reflejan mejor los efectos de la propiedad que los valores de mercado (acciones). El ROA mide el desempeño general de la firma y refleja el retorno anual sobre el valor histórico de las inversiones que la firma ha realizado. Por este motivo, el ROA es calculado como el ingreso neto dividido entre el valor total, en libros, de los activos.

Una ventaja adicional de este indicador es que no se ve influenciado por la estructura de deuda de la firma, puesto que no incluye pago de intereses, ingresos financieros o ingresos extraordinarios, por lo que refleja en buena medida el uso correcto por parte de la firma de los activos bajo su control. Es por estas razones que en el presente estudio se mide el desempeño de las firmas a través del ROA que reporten.

#### 4.2.4. Variable riesgo de la firma

La relación entre riesgo y concentración de la propiedad ha sido, luego de la existente entre desempeño y concentración, de las más estudiadas. Múltiples estudios (Sullivan y Spong, 1998; Lemmon y Lins, 2001; Downs y Sommer, 1999; Anuchitworawong, 2004; Bitler *et al*, 2005; Demsetz y Villalonga, 2001; entre otros) han analizado la relación según la cual la estructura de propiedad afecta la forma como asumen riesgo las firmas, así como aquella según la cual es el riesgo el que afecta la estructura de propiedad elegida. Esta es justamente la postura del presente estudio.

Anuchitworawong (2004) hace uso de dos indicadores de riesgo: uno financiero, para el que utiliza la desviación estándar entre las primeras diferencias de los retornos por acción, y uno del negocio, medido mediante la desviación estándar entre las primeras diferencias. Bitler *et al* (2005), en cambio, usan un solo indicador de riesgo, el cual consiste en la desviación estándar a lo largo del periodo en los ratios de utilidades por acción. Por su parte, Strojer *et al* (2002) utilizan un indicador de riesgo industrial construido como la varianza de la producción trimestral de la industria, mientras que Parigi y Pelizzon (2004) hacen uso de la correlación entre los rendimientos de las distintas acciones, considerando que las menos correlacionadas serán inversiones menos riesgosas.

Para el caso del presente estudio se desea separar los efectos del riesgo de la firma de aquellos que son del entorno económico como un todo. Por otro lado, al tener data anual y cubrir un horizonte de 10 años, el utilizar desviaciones estándar nos llevaría a desperdiciar una gran parte de la muestra, razón por la cual se utiliza como variable *proxy* el grado de apalancamiento de la firma.

La relación negativa entre apalancamiento y riesgo ha sido sustentada por múltiples autores (Benishay, 1961; Gale, 1972; Hurdle, 1974, entre otros). Para ellos, si quienes controlan la firma son adversos al riesgo, enfrentarán una decisión de intercambio entre riesgo y rendimiento, en la que elegirán un punto que les sea óptimo. El asumir deuda implica el comprometerse a un pago fijo

independientemente de las condiciones del negocio, lo que incrementa el riesgo del mismo. Por otro lado, implica un mayor retorno sobre la inversión de los propietarios, si es que la rentabilidad de la firma supera cierto nivel. Por ello, la decisión de un mayor apalancamiento implica un alto grado de confianza, por parte de los propietarios, en los resultados futuros de la firma. Es esperable, asimismo, que el apalancamiento vaya en sentido contrario a la percepción de riesgo. Además, dado que quien toma las decisiones de endeudamiento es el controlador, esta variable en buena medida refleja el riesgo percibido por el accionista principal.

Dado que el apalancamiento es una decisión netamente operativa y, por lo tanto, tomada por el accionista controlador en empresas con presencia del mismo, en este estudio se considera que esta variable es una mejor medida de la percepción de riesgo por parte del accionista controlador que otros indicadores (tales como la varianza de la Q de Tobin), puesto que sus valores no se ven influidos por las percepciones del mercado u otros agentes externos a la firma.

Se ha considerado, por lo tanto, utilizar al apalancamiento como variable *proxy* del riesgo percibido por el accionista mayoritario.

#### **4.2.5. Variable riesgo político, social y económico del país**

El presente estudio busca encontrar la relación existente entre la percepción (por parte de los accionistas mayoritarios) sobre los riesgos políticos, sociales y económicos y la estructura accionarial de la firma. Busca determinar en qué medida esta percepción de riesgo afecta dicha estructura.

A fin de medir el riesgo político, social y económico, se ha hecho uso del índice compuesto de riesgo del *International Country Risk Guide (ICRG)*, el cual ha sido utilizado en múltiples estudios económicos a nivel internacional. Nordal (2001) relaciona dicho indicador con el monto de inversión extranjera directa, y lo considera una mejor variable para modelar la conducta empresarial, puesto que el

*spread* de los bonos soberanos (normalmente llamado “riesgo país”) tiene su énfasis en las finanzas públicas. Y, si bien, generalmente, el riesgo de no pago de la deuda acompaña al riesgo enfrentado por los empresarios, esto no siempre tiene que ser así.

Boubakri *et al* (2003) hacen uso de algunos componentes del índice presentado en el *ICRG*, más específicamente, el componente de “Estabilidad del gobierno” (que va del uno al doce, donde mayor el valor, menor la estabilidad del gobierno), el cual refleja la capacidad del gobierno para sostener un entorno favorable a los inversionistas en las empresas privatizadas.

Asiedu y Esfahani (2001) usan, asimismo, la variable riesgo país. En su caso, la utilizan con el objetivo de observar la reacción de la inversión extranjera directa sobre la estructura de propiedad de las firmas frente a cambios en el nivel de riesgo del país. Utilizan el componente de riesgo de expropiación del *ICRG* (el cual va del uno al diez y es creciente con respecto a la posibilidad de ser expropiado) para observar los efectos de los cambios en esta variable sobre las participaciones accionariales de las empresas extranjeras. Dicho estudio evidencia que la venta de acciones a un socio local es una medida de protección frente al riesgo de expropiación por parte de los inversionistas extranjeros.

El índice compuesto utilizado en el presente estudio tiene valores que van de 0 a 100, donde mientras mayor sea el número, menor será el nivel de riesgo enfrentado por la firma. Para facilitar la observación de los efectos del riesgo político, social y económico, se creó la variable Riesgo País Directo (RPD), la cual es la inversa del índice de riesgo del *ICRG*. Dentro de nuestro conocimiento, este es el primer estudio que hace uso de este índice para explicar la conducta de la totalidad de inversionistas del mercado bursátil.

#### **4.2.6. Variable edad de la empresa**

La edad de la empresa ha sido utilizada en múltiples casos como variable de control (Anderson *et al*, 2003; Boeker, 1989, Khanna y Palepu, 2000; Chibber y Majumdar, 1999; entre otros). Claessens *et al* (2000b) hallan evidencia en Asia de una asociación positiva entre control familiar y edad de la empresa, por lo que consideran que no existe una tendencia a la dispersión conforme pasa el tiempo, si no más bien esperan lo contrario. Carpenter y Petersen (2002) encuentran que las firmas jóvenes y pequeñas sufren las mayores restricciones de liquidez, por lo que son las más afectadas por los mercados financieros poco desarrollados. Por todo ello, se utilizará la edad de la empresa como variable de control en el presente estudio.

#### **4.3. Planteamiento del modelo**

La relación entre concentración de la propiedad y sus determinantes es sumamente compleja (De Propriis y Driffield, 2006), debido a que estas variables pueden tener relaciones causales reciprocas (Demsetz, 1983); y las interacciones presentes entre ellas, pueden ser relaciones no lineales, entre otras (Thomsen, 2004; Demsetz, 1983; De Propriis y Driffield, 2006).

Es por ello esperable que la relación “real”, es decir aquella que existe entre el componente no aleatorio de la variable explicada y las explicativas, al ser planteada, asuma la forma de una función extremadamente compleja. Sin embargo la idea de plantear un modelo no es tener una simulación del fenómeno con un 100% de realismo, sino poder representar los aspectos más relevantes del fenómeno dentro de un marco que sea útil.

Es por ello que el modelo que se plantea en el presente estudio es uno en el que no se pretende conocer la “función poblacional”, sino una representación simplificada que permita plantear la relación entre las variables endógenas y exógenas en términos de una función comprensible con variables observables, y



que asuma una forma que haga posible el falsearla mediante los métodos estadísticos disponibles.

#### **4.3.1. Linealidad del modelo**

Los modelos lineales son muy populares (aunque es bien conocido que en la práctica difícilmente los sistemas tendrán relaciones perfectamente lineales entre sus componentes). Schoukens *et al* (2002) argumentan que esta preferencia por modelos lineales, que posiblemente no concuerden con el real, se da a causa de las ventajas que ofrecen:

1. Son muy útiles puesto que le dan a quien los utilice un alto grado de comprensión intuitiva del funcionamiento del sistema.
2. Muchas de las técnicas estadísticas solo son aplicables a modelos lineales.
3. No existe un marco general para sistemas no lineales.
4. El diseño de modelos no lineales puede ser dificultoso y absorber mucho tiempo.

Por otro lado, se corre el riesgo de que, al especular con diferentes especificaciones no lineales, se termine planteando alguna sin sustento teórico pero con una mayor capacidad explicativa estadística; sin embargo, este mayor  $R^2$  puede tener su origen no tanto en su mayor cercanía a la “función poblacional”, sino más bien a que el libre juego con las especificaciones lleva a alguna especificación con menores errores cuadráticos. Empero, este poder explicativo tiene su origen más en el azar que en la calidad de la explicación planteada.

Por diversos motivos, existe una fuerte tendencia a utilizar modelos lineales, aun si es conocido que son erróneos. En primer lugar, dado que desde el punto de vista teórico no queda claro el grado de la relación entre la concentración de

propiedad y las variables escogidas, existe la teoría que sustenta relaciones tanto de primer grado (Benavides, 2005), como de segundo grado (Mork *et al*, 1988), e inclusive de tercer grado (Zemplinerova *et al*, 1995). En segundo lugar, implica que los modelos evaluables deben ser posibles por lo menos de ser *linealizados*, por lo que un polinomio de orden mayor es evaluable, y sin embargo –dado el alto poder explicativo ya encontrado, y que el objetivo del estudio es el hallar determinantes y efectos más que el tipo de relación funcional– se prefiere asumir linealidad. En tercer lugar, debido a que el modelo lineal consigue cumplir con los objetivos planteados en el estudio, con alto poder explicativo y la mayor simplicidad posible.

#### **4.3.2. Causalidad**

Existen diversos métodos estadísticos que sirven para obtener información acerca de la relación causal entre las variables, tales como el Test de Hausman, el de Granger y el uso de sistemas de ecuaciones simultaneas.

En el Test de Hausman, se hace uso de variables instrumentales para obtener estimadores, y se comparan sus resultados con los de una estimación mínimo-cuadrática ordinaria (Hausman, 1983). Asimismo, se evalúa la significancia de la divergencia entre los resultados, considerándose que mientras mayor sea esta diferencia, más probable es que exista una relación causal en un sentido opuesto al asumido al plantear la ecuación; es decir, de explicativa a explicada.

Por otro lado, el Test de Granger evalúa el poder explicativo de los valores pasados de una variable sobre los valores presentes de otra, y permite obtener estimación de la probabilidad de no ocurrencia de una relación causal en determinado sentido (Granger, 1969). El uso de sistemas de ecuaciones simultáneas asume ya la existencia de causalidad en doble sentido, puesto que se plantea un sistema con varias ecuaciones endógenas (Greene, 1997) que se ven determinadas no únicamente por un conjunto de variables exógenas sino, además, por variables que asumen el papel de dependientes en otras ecuaciones.

En el presente estudio se plantea no hacer uso del Test de Hausman, puesto que eso requeriría del uso de variables instrumentales, lo que implicaría la obtención de nueva data (tarea bastante difícil, dada la propensión de las empresas peruanas a ocultar información acerca de sus actividades, aun sea esta legalmente mandataria).

Con respecto a un modelo de ecuaciones simultáneas, este ya asume *a priori* una relación causal bidireccional, y existe teoría que respalda que esta relación pueda asumir un carácter en una dirección, en un sentido u otro, o en ambos. Es el planteamiento más utilizado por quienes deseen plantear una relación endógena entre estructura de propiedad y desempeño (Demsetz, 1983).

Sin embargo, en el presente estudio no se desea asumir *a priori* un tipo de relación endógena, especialmente tomando en cuenta los argumentos de Pedersen *et al* (2001), quienes consideran que la existencia de causalidad en un sentido u otro es síntoma de mercados de valores poco desarrollados (lo cual es esperable en la realidad peruana, según los estudios del Banco Mundial sobre el tema).

#### **4.3.3. Modelo econométrico de panel de datos**

Un modelo econométrico de datos de panel (Panel Data) es aquel que incluye una muestra de agentes económicos o de interés (individuos, familias, empresas, bancos, ciudades, países, etc.) para un período determinado de tiempo; es decir, una base de datos mixta de serie temporal y corte transversal (dimensión temporal y estructural). En general, un modelo Panel Data lineal se puede establecer de la siguiente forma:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_K X_{Kit} + v_{it}$$

Donde:         $i = 1, 2, \dots, N$     (representa individuos, familias, etc.)  
                   $t = 1, 2, \dots, T$     (representa series de tiempo)

En el modelo anterior, la variable  $Y$  representa la variable dependiente o explicada, mientras que las  $X$ s representan las variables independientes o explicativas (hay " $K$ " variables de este tipo en el modelo). Además, el subíndice " $i$ " se refiere a los individuos o unidades de estudio (corte transversal; en el modelo existen " $N$ " individuos). El subíndice " $t$ " es la dimensión en el tiempo (existen " $T$ " períodos).  $\alpha_i$  representan a los interceptos de los " $N$ " individuos, y  $\beta_i$  son los parámetros correspondientes a las " $K$ " variables explicativas del modelo). En este caso, la muestra total de las observaciones en el modelo vendría dado por  $N \times T$ .

Los modelos Panel Data, al combinar información de corte transversal (individuos) y de series de tiempo (tiempo), permiten disponer de mayores grados de libertad; es decir, mayor información para modelar y encontrar posibles relaciones entre variables, en caso existan. Asimismo, esta técnica otorga mayor flexibilidad para modelar las diferencias de comportamiento entre individuos (o entre grupos), analizar preguntas complejas que no pueden ser resueltos individualmente mediante modelos de corte transversal o series de tiempo, hacer análisis dinámico de individuos de manera conjunta, así como aislar el efecto de variables no observables entre individuos.

En este sentido, el uso de Panel Data permite "capturar" la heterogeneidad no observable, ya sea entre agentes económicos o de estudio, así como en el tiempo, dado que la heterogeneidad no se puede detectar ni con estudios de series temporales, como tampoco con análisis de corte transversal (utilizados de manera individual).

En lo que se refiere a los efectos individuales específicos, se dice que estos son aquellos que afectan de manera desigual a cada uno de los agentes de estudio contenidos en la muestra (individuos, empresas, bancos), los cuales son invariables en el tiempo y afectan de manera directa las decisiones que tomen dichas unidades. Usualmente, se identifica este tipo de efectos con cuestiones de capacidad empresarial, eficiencia operativa, capitalización de la experiencia, acceso a la tecnología, entre otros.

Por su parte, los efectos temporales serían aquellos que afectan por igual a todas las unidades individuales del estudio pero que no varían en el tiempo. Este tipo de efectos pueden asociarse, por ejemplo, a los choques macroeconómicos, que pueden afectar por igual a todas las empresas o unidades de estudio.

#### 4.3.4. Especificación del modelo general

Por las razones señaladas anteriormente (es decir, dado que se posee datos de múltiples elementos en diferentes periodos), en la mayoría de estudios sobre determinantes o consecuencias de la concentración de propiedad accionarial, se utiliza la técnica de Panel Data por las características de los datos necesarios para realizar el estudio.

Dadas las hipótesis previamente planteadas, el modelo propuesto es el siguiente:

$$PAM_{it} = \alpha_i + \beta_1 CB_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 R_{it} + \beta_4 RPD_{it} + \beta_5 E_{it} + v_{it} \quad \dots \quad (1)$$

Donde:  $i$  = AFP Horizonte (AFP1), AFP Integra (AFP2), Wiese Sudameris Leasing (ED15) etc. (" $i$ " denota el listado de las 103 empresas, los mismos que se encuentran clasificados por sectores en el Anexo I).

$t$  = 1995, 1996, ... 2004 (denota periodos anuales 1995 - 2004).

PAM = Participación Accionista Mayoritario (participación accionarial del accionista mayoritario).

CB = Capitalización Bursátil.

ROA = Rendimientos sobre los activos.

$R$  = Riesgo de la firma (grado de apalancamiento: deuda entre activos).

RPI = Riesgo País Inversa (compuesto del índice de riesgo del PRS Group - relación inversa: a mayor índice, menor riesgo).

RPD = Riesgo País Directo (calculado a partir de la inversa del RPI, presenta una relación directa: a mayor RPD mayor riesgo, viceversa).

E = Nivel de antigüedad de la empresa (desde su fundación hasta la fecha de ejecución de la empresa).

#### **4.3.5. Estudios empíricos sobre las determinantes de la concentración de propiedad**

Se han realizado múltiples estudios acerca de las determinantes y consecuencias de la concentración de propiedad. Ellos han tenido como foco principal de interés la relación entre desempeño y propiedad. Los estudios han hecho uso de múltiples formas de medir tanto la concentración, como el desempeño de las empresas. Asimismo, han diferido en los supuestos acerca del tipo de relación existente entre las variables (lineal, cuadrática, discreta, etc.) y en los supuestos respecto del tipo de relación causal entre las variables (presencia o no de *endogeneidad*, etc.).

La Tabla 13 es una muestra de los estudios revisados en la presente investigación, detallando las unidades de medidas utilizadas, la relación funcional supuesta y el tipo de relación causal aparente.

**TABLA 13**

Autor	Año	Medida de Propiedad	Medida de Performance	Modelo Utilizado
Demsetz y Lehn	1985	<ul style="list-style-type: none"> <li>• % de las acciones de los 5 mayores accionistas</li> <li>• % de las acciones de los 20 mayores accionistas</li> <li>• Indice Herfindahl de concentracion de la propiedad</li> <li>• % de las acciones poseidas por las 5 mayores familias o individuos</li> <li>• % de las acciones controladas por inversionistas institucionales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Utilidades despues de Impuestos</li> <li>• Valor en libros de las acciones</li> </ul>	Regresion MCO (Minimo Cuadratico Ordinaria)
Morck, Shleifer y Vishny	1988	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Porcentaje de las acciones poseidas por directores de la compañía</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Q de Tobin</li> <li>• Margen de Utilidades</li> </ul>	Regresion Lineal por Tramos
McConnel y Servaes	1990	<ul style="list-style-type: none"> <li>• % de las acciones poseidas "insiders"</li> <li>• % de las acciones poseidas por tenedores de bloques</li> <li>• % de las acciones poseidas por inversionistas institucionales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Q de Tobin</li> </ul>	Regresion MCO (Minimo Cuadratico Ordinaria)
Hermalin y Weisbach	1991	<ul style="list-style-type: none"> <li>• % de las acciones poseidas por el CEO actual o pasados aun en el directorio</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Q de Tobin</li> </ul>	Regresion Lineal por Tramos
Loderer y Martin	1997	<ul style="list-style-type: none"> <li>• % de las acciones poseidas por gerentes y directores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Q de Tobin</li> </ul>	Ecuaciones Simultaneas
Craswell, Taylor y Saywell	1997	<ul style="list-style-type: none"> <li>• % de las acciones poseidas por directores de la compañía</li> <li>• % de las acciones poseidas por inversionistas institucionales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aproximacion a la Q de Tobin (Valor de mercado de la acciones / valor en libro de los activos netos)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Regresion Lineal</li> <li>• Regresion Curvilinea</li> <li>• Regresion por Tramos</li> </ul>
Cho	1998	<ul style="list-style-type: none"> <li>• % de las acciones poseidas por directores de la compañía</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Q de Tobin</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Modelo Cuadratico por Tramos</li> <li>• Sistema de 3 ecuaciones</li> </ul>
Himmelberg, Hubbard y Palia	1999	<ul style="list-style-type: none"> <li>• % de las acciones poseidas por directores y gerentes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Q de Tobin</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Regresion Lineal por Tramos</li> <li>• Regresion Cuadratica por Tramos</li> </ul>

**TABLA 13 (continuación)**

Autor	Año	Medida de Propiedad	Medida de Performance	Modelo Utilizado
Holderness, Kroszner y Sheehan	1999	• % de las acciones poseidas por directores y gerentes	• Q de Tobin	Regresion Lineal por Tramos
Demsetz y Villalonga	2001	• % de las acciones poseidas por la altagerencia, el CEO y los directores de la compañía.	• Q de Tobin • Margen de Utilidades	• Regresion MCO • Minimos Cuadrados Bietapicos
Pedersen, Thomsen y Kurt	2001	• % de las acciones poseidas en bloques mayores al 5%, sobre el total de acciones	• Q de Tobin	• Test de Granger  • Matriz de Correlaciones
Angelucci, Estrin, Konings y Zolkiewski	2002	• % de las acciones poseidas por el mayor accionista	• Productividad total de los factores	• Regresion MCO con variables cualitativas
Welch	2003	• % promedio de las acciones poseidas por la alta gerencia y los directores	• Promedio anual de la Q de Tobin	• Regresion MCO  • Sistemas de Ecuaciones Simultaneas
Bolbol, Fatheldin y Omran	2004	• % de las acciones de los 3 principlaes socios con participaciones mayores a 10%	• Q de Tobin	• Sistemas de Ecuaciones Simultaneas
Uchida	2004	• % de las acciones poseidas por los directores	• Q de Tobin	• Regresion MCO con variables cualitativas • Minimos Cuadrados Bietapicos con variables cualitativas
Boubakri, Cosset, Fischer y Guedhami	2005	• % de las acciones poseidas por el mayor accionista	• Retorno sobre Activos • Retorno sobre Patrimonio	• Regresion MCO con variables cualitativas



#### **4.4. Conclusiones**

En el presente capítulo se han desarrollado las variables de medida del modelo a comprobar, relacionadas con las hipótesis planteadas en el capítulo 3. Asimismo, se ha planteado el modelo del presente estudio, sustentando el mismo en estudios similares previamente realizados. El siguiente capítulo desarrolla el modelo y la construcción del mismo.

## **Capítulo 5: Resultados empíricos y análisis de la data**

### **5.1. Introducción**

En el presente capítulo se presentan los resultados del modelo planteado en el capítulo 4, y se analiza lo encontrado. Ello se realiza partiendo de las hipótesis planteadas en el capítulo 3 y de las variables desarrolladas en el capítulo 4.

Este capítulo se desarrolla de la siguiente manera: primero, se describe la data recabada a fin de testear el modelo; segundo, se desarrolla el modelo econométrico de panel de datos presentado con el fin de contrastar las hipótesis planteadas y la data analizada; tercero, se realiza una estimación y análisis de la misma. Finalmente, concluiremos el capítulo mencionando los avances del mismo.

### **5.2. La muestra**

Esta investigación comprende 103 firmas como sujetos de análisis para un periodo de diez años. El estudio usa data longitudinal con el objetivo de observar el patrón de resultados a lo largo del periodo estudiado. Diggle *et al* (1994) argumentan que la primera ventaja del análisis de data longitudinal es su eficiencia para estudiar el cambio. Afirman, además, que este análisis comprende dos componentes: el exploratorio y el confirmatorio; el del primer tipo sirve para explorar y visualizar patrones en los datos, mientras que el segundo se relaciona con la obtención de evidencia en los datos a ser testados contra las hipótesis.

En este estudio, se ha empleado un diseño de muestras repetidas en el cual los datos han sido recogidos de manera simultánea para cada elemento a lo largo de 10 periodos consecutivos.

## 5.3. Estimación y análisis

### 5.3.1. Modelo 1 (general)

Dado que en el presente trabajo se desea hacer inferencias con respecto a la población, es decir que se trabaja con una muestra aleatoria, en el proceso de estimación se utilizará una especificación del tipo aleatoria para encontrar los valores estimados de los parámetros  $\beta_i$  de la ecuación (1) antes señalada.

$$PAM_{it} = \alpha_i + \beta_1 CB_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 R_{it} + \beta_4 RPD_{it} + \beta_5 E_{it} + v_{it} \quad \dots \quad (1)$$

Utilizando los datos del Anexo II, el modelo estimado tiene los siguientes resultados (la salida completa se muestra en el Anexo III):

**TABLA 14**

Dependent Variable: PAM?

Method: GLS (Variance Components)

Date: 11/21/06 Time:18:46

Sample: 1995 2004

Included observations: 10

Number of cross-sections used: 103

Total panel (unbalanced) observations: 1029

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	131.4883	13.20148	9.960118	0.0000
CB?	-0.003211	0.000741	-4.333643	0.0000
ROA?	15.70291	3.419611	4.592016	0.0000
R?	2.187456	1.796274	1.217774	0.2236
RPD?	-0.860845	0.118039	-7.292861	0.0000
E?	0.096232	0.095432	1.008378	0.3135
GLS Transformed Regression				
R-squared	0.834634	Mean dependent var	57.86066	
Adjusted R-squared	0.833826	S.D. dependent var	30.62725	
S.E. of regresion	12.48503	Sum squared resid	159461.2	
Durbin-Watson stat	0.912733			

Del anterior modelo estimado, no todos los parámetros (“Coefficient”) estimados son estadísticamente significativos; es decir, no se observa que todas las variables explicativas muestren sus respectivos estadísticos *t-studen* (“t-Statistic”) en valor absoluto mayores a dos (2) o, lo que es lo mismo, sus probabilidades correspondientes menores a 5%.

Específicamente, el riesgo (R), medido como el grado de apalancamiento - deuda entre activos, no afecta a la variable dependiente Participación Accionista Mayoritario (PAM) de manera estadísticamente significativa (se falsea la hipótesis 4). Asimismo, el nivel de antigüedad de la empresa –desde su fundación hasta la fecha de ejecución de la empresa– tampoco afecta a la PAM. En consecuencia, esta especificación no es estadísticamente significativa en su totalidad.

Por otro lado, las variables que resultan estadísticamente significativas para explicar el comportamiento de PAM, es decir, las variables explicativas CB (Capitalización Bursátil, hipótesis 7), ROA (rendimientos sobre los activos, hipótesis 1) y RPD (Riesgo País Directo, hipótesis 6), muestran los signos esperados, por lo que sustentan las hipótesis. Así, por ejemplo, a mayor CB se espera una menor PAM (relación inversa), mientras que a mayor ROA y RPD, mayor será PAM (en ambos casos, relación directa).

### 5.3.2. Modelo 2

Eliminando las variables explicativas que no resultaron significativas en el modelo general (1), es decir, estimando el siguiente modelo:

$$PAM_{it} = \alpha_i + \beta_1 CB_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 RPD_{it} + v_{it} \quad \dots \quad (2)$$

Se obtienen los resultados exhibidos en la Tabla 15 (la salida completa se muestra en el Anexo IV).

**TABLA 15**

Dependent Variable: PAM?

Method: GLS (Variance Components)

Date: 11/21/06 Time:19:24

Sample: 1995 2004

Included observations: 10

Number of cross-sections used: 103

Total panel (unbalanced) observations: 1029

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	140.3393	9.491721	14.78544	0.0000
CB?	-0.003214	0.00074	-4.341696	0.0000
ROA?	15.37726	3.410121	4.509302	0.0000
RPD?	-0.907089	0.100135	-9.058637	0.0000
GLS Transformed Regression				
R-squared	0.833856	Mean dependent var	57.86066	
Adjusted R-squared	0.833369	S.D. dependent var	30.62725	
S.E. of regresion	12.50217	Sum squared resid	160211.8	
Durbin-Watson stat	0.910452			

Todos los coeficientes ("Coefficient") estimados son estadísticamente significativos y también muestran los signos esperados. Sin embargo, a pesar de los resultados encontrados y el falseamiento de la hipótesis cuatro, queda la duda respecto de si el riesgo (R), medido como el grado de apalancamiento - deuda entre activos, afecta o no a la PAM, pero no de manera simultánea, sino con un efecto rezagado (hipótesis 5).

Uno de los hallazgos importantes del presente trabajo radica en que, para el caso peruano, el riesgo (R) sí afecta a la PAM, pero rezagando un periodo; es decir, una modificación de R en el tiempo "t" afecta a la PAM en el periodo "t+1". Estos resultados se muestran en el siguiente modelo.

### 5.3.3. Modelo 3

Incorporando en el modelo (2) a la variable rezagada del riesgo, es decir,  $R_{it-1}$ , se obtiene el siguiente modelo (3):

$$PAM_{it} = \alpha_i + \beta_1 CB_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 R_{it-1} + \beta_4 RPD_{it} + v_{it} \quad \dots \quad (3)$$

La estimación de este modelo muestra los siguientes resultados (la salida completa se detalla en el Anexo V):

**TABLA 16**

Dependent Variable: PAM?

Method: GLS (Variance Components)

Date: 11/21/06 Time:19:53

Sample: 1995 2004

Included observations: 9

Number of cross-sections used: 103

Total panel (unbalanced) observations: 926

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	183.08	14.67131	12.47878	0.0000
CB?	-0.003166	0.000737	-4.298154	0.0000
ROA?	15.01269	3.385105	4.434927	0.0000
R?(-1)	4.216431	2.050681	2.056112	0.0401
RPD?	-1.411784	0.160086	-8.818918	0.0000
GLS Transformed Regression				
R-squared	0.853845	Mean dependent var	58.49129	
Adjusted R-squared	0.853211	S.D. dependent var	30.55961	
S.E. of regresion	11.70833	Sum squared resid	126255.3	
Durbin-Watson stat	1.035068			

Todos los coeficientes (“Coefficient”) estimados son estadísticamente significativos, esto se debe a que sus correspondientes estadísticos *t-studen* (“t-Statistic”) son en valor absoluto mayores a dos (2). Lo mismo puede observarse teniendo en cuenta que las probabilidades correspondientes a cada coeficiente son menores al 5%. Esto implica que la PAM depende de una parte constante autónoma (“Coefficient C”), así como negativamente de la CB, y, además, depende positivamente del ROA, del riesgo financiero - deuda entre activos (R) rezagado un periodo, y negativamente del riesgo político, social y económico (RPD).

Asimismo, el modelo tiene una aceptable bondad, es decir, un  $R^2$  (“R-squared”) alto, aproximadamente 85,4%. Esto implica que, en conjunto, las variables CB, ROA, riesgo de la firma rezagado y riesgo país explican el 85,4% del comportamiento de la PAM. Con estos resultados se da sustento a las hipótesis 1, 5, 6 y 7.

De lo anterior se encuentra que el ROA afecta a la PAM; sin embargo, la literatura sobre los determinantes de la concentración de propiedad (Demsetz, 1983; Pinteris, 2002; Grosfeld, 2003) establece que la relación también puede ser inversa, es decir, que la PAM afecta al ROA.

#### 5.3.4. Modelo 4

Estableciendo al ROA como variable dependiente y la PAM como variable explicativa, además de las otras variables explicativas señaladas anteriormente, se puede plantear el siguiente modelo (4):

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_1 CB_{it} + \beta_2 PAM_{it} + \beta_3 R_{it} + \beta_4 RPD_{it} + \beta_5 E_{it} + v_{it} \quad .... \quad (4)$$

La estimación de los parámetros se muestra en la siguiente tabla (la información completa se detalla en el Anexo VI):

**TABLA 17**

Dependent Variable: ROA?

Method: GLS (Variance Components)

Date: 11/21/06 Time:20:27

Sample: 1995 2004

Included observations: 10

Number of cross-sections used: 103

Total panel (unbalanced) observations: 1029

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.086647	0.094361	-0.918245	0.3587
CB?	1.10E-06	5.57E-06	0.197682	0.8433
PAM?	0.000532	0.000196	2.721287	0.0066
R?	-0.062134	0.01513	-4.106791	0.0000
RPD?	0.001382	0.000993	1.392642	0.1640
E?	-0.000116	0.000251	-0.462344	0.6439
GLS Transformed Regression				
<hr style="border-top: 1px dashed black;"/>				
R-squared	0.226249	Mean dependent var	0.03581	
Adjusted R-squared	0.222468	S.D. dependent var	0.135281	
S.E. of regression	0.119288	Sum squared resid	14.55684	
Durbin-Watson stat	1.030595			

De la tabla anterior, solamente las variables PAM y R resultan ser significativas para explicar al ROA, aunque con un grado de bondad muy reducido (22,6%).

### 5.3.5. Modelo 5

Eliminando las variables no significativas del modelo (4), encontramos lo siguiente:

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_1 PAM_{it} + \beta_2 R_{it} + v_{it} \quad \dots \quad (5)$$

Cuya estimación se muestra en la siguiente tabla (en forma detallada, en el Anexo VII):



**TABLA 18**

R?	-0.059643	0.014984	-3980469	0.0001
GLS Transformed Regression				
<hr/>				
R-squared	0.222883	Mean dependent var	0.035810	
Adjusted R-squared	0.221368	S.D. dependent var	0.135281	
S.E. of regresion	0.119372	Sum squared resid	14.62018	
Durbin-Watson stat	1.026378			

Se observa, por un lado, que PAM afecta positivamente al ROA, resultado similar a lo encontrado anteriormente. Sin embargo, el riesgo (R) afecta de manera inversa y contemporáneamente, lo que es perfectamente esperable.

### 5.3.6. Especificación, estimación y análisis del “mejor” modelo encontrado

El modelo cuya totalidad de coeficientes es estadísticamente significativa es el siguiente:

$$PAM_{it} = \alpha_i + \beta_1 CB_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 R_{it-1} + \beta_4 RPD_{it} + \beta_5 E_{it} + v_{it} \quad \dots \quad (6)$$

De cuya estimación se obtienen los resultados mostrados en la Tabla 19. Como se puede apreciar, la PAM depende de una parte constante autónoma (“Coefficient C”), así como negativamente de la CB y del RPD, y positivamente del ROA, del riesgo empresa apalancamiento - deuda entre activos (R) rezagado un periodo y del nivel de antigüedad de la empresa (E). Asimismo, el modelo tiene una aceptable bondad, es decir, un R2 (“R-squared”) alto, aproximadamente 84,9%. Con ello, se da sustento a las hipótesis 1, 5, 6 y 7, pero queda falseada la numero 4.

**TABLA 19**

Dependent Variable: PAM?

Method: GLS (Variance Components)

Date: 11/22/06 Time:15:18

Sample: 1996 2004

Included observations: 9

Number of cross-sections used: 7

Total panel (balanced) observations: 63

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	132.2927	44.29374	2.986712	0.0042
CB?	-5.35E-03	1.38E-03	-3.894267	0.0003
ROA?	23.66662	10.66183	2.219751	0.0304
R?(-1)	24.83865	10.4086	2.386359	0.0204
RPD?	-1.268736	0.433549	-2.926394	0.0049
E?	0.726734	0.23563	3.084212	0.0031
GLS Transformed Regression				
<hr/>				
R-squared	0.849831	Mean dependent var	58.28823	
Adjusted R-squared	0.836223	S.D. dependent var	15.29720	
S.E. of regresion	6.190685	Sum squared resid	2184.501	
Durbin-Watson stat	1.404410			

Asimismo, como se analizó para el caso de empresas, si establecemos al ROA como variable explicada y al resto de variables como explicativas, encontramos que el modelo resulta ser:

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_1 PAM_{it} + \beta_2 R_{it-1} + \beta_3 E_{it} + \nu_{it} \quad \dots \quad (7)$$

La estimación del modelo 7 se puede apreciar en la Tabla 20. Los resultados muestran también, como en el caso por empresas, que PAM afecta positivamente al ROA, mientras que el riesgo (R) afecta de manera inversa y contemporáneamente, así como el nivel de antigüedad de la empresa (E).

**TABLA 20**

Dependent Variable: ROA?  
Method: GLS (Variance Components)  
Date: 11/22/06 Time:16:03  
Sample: 1995 2004  
Included observations: 10  
Number of cross-sections used: 7  
Total panel (balanced) observations: 70

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.205404	0.058961	3.483736	0.0009
PAM?	2.07E-03	1.02E-03	2.019796	0.0475
R?	-0.291062	0.069634	-4.179905	0.0001
E?	-0.003249	0.001313	-2.473469	0.0160
GLS Transformed Regression				
R-squared	0.478401	Mean dependent var	0.043843	
Adjusted R-squared	0.454692	S.D. dependent var	0.119159	
S.E. of regresion	0.087993	Sum <sup>2</sup> resid	0.511022	
Durbin-Watson stat	0.613436			

## **5.4. Análisis del sentido de la causalidad entre concentración y desempeño**

### **5.4.1. Análisis de causalidad a lo Granger**

Uno de los principales problemas, como resultado de aplicar un análisis de regresión, es que, si bien los resultados nos informan sobre la asociación estadística entre las variables, ello no implica necesariamente que exista una relación de causalidad entre ambas. Tampoco nos informa sobre el sentido de esta causalidad, si es que esta se diera. Por ello, si se desea obtener alguna evidencia estadística acerca de la presencia o no de causalidad y de su sentido, se hace uso de las pruebas de causalidad de Granger.

Consideremos inicialmente un modelo de una variable explicativa:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + \mu_t \quad \dots \quad (8)$$

Ahora, si desplazamos algebraicamente la variable independiente hacia el término de la izquierda y la variable dependiente hacia el lado derecho de la ecuación, en dicho modelo podemos establecer lo siguiente:

$$X_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_t + \varepsilon_t \quad \dots \quad (9)$$

En (9) tenemos un nuevo modelo, que también, como en la función (8), podría ser estimado aplicando pruebas econométricas. La estimación de ambos modelos muestra los mismos estadísticos de ajuste y de significancia de coeficientes, y los parámetros estimados en ambas ecuaciones guardan una relación matemática claramente definida. Sin embargo, la intuición nos señala que es un poco extraño revertir el orden de las variables en un modelo sin ningún análisis previo. He aquí que aparece el concepto de causalidad econométrica. En el modelo (8), diríamos que X causa a Y; mientras que en el segundo modelo (9) se establecería que Y causa a X. ¿Cómo se podría elegir entre uno y el otro modelo?

Este caso es similar al que ocurre cuando nos hacemos la siguiente pregunta en teoría macroeconómica: la cantidad demandada es función del precio, pero el precio también puede ser expresado en función de la cantidad demandada. ¿Cual es la dirección de la causalidad? Para responder a estas interrogantes se debe distinguir dos tipos de causalidad: 1) causalidad intuitiva o fáctica, y 2) causalidad informativa.

Con el primer tipo de causalidad (intuitiva o fáctica) estamos habituados a tratar cotidianamente. Es aquel que nos indica que un hecho precede a otro en el tiempo y que ciertos eventos son consecuencia lógica de otros. Así, utilizaremos la noción de causalidad intuitiva para definir que la cantidad demandada es consecuencia del precio, aunque entenderemos que sobre un intervalo de tiempo extenso existe cierto grado de retroalimentación entre ambas magnitudes. Se debe señalar, también, que la causalidad intuitiva es, en ocasiones, convencional.

La causalidad econométrica (causalidad informativa) al estilo Granger no coincide necesariamente con la definición intuitiva. Para la prueba Granger, el precio podría ser causado por la cantidad demandada o, incluso, ambas posibilidades al mismo tiempo. El elemento esencial de este tipo de causalidad es el flujo de información entre las dos variables bajo análisis.

La prueba de causalidad de Granger para determinar si una variable X causa a una variable Y se sustenta en la siguiente regresión:

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 Y_{t-2} + \dots + \alpha_j Y_{t-j} + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_{t-2} + \dots + \beta_j X_{t-j} + \mu_t \quad \dots \quad (10)$$

La hipótesis nula de la prueba es que el vector de coeficientes  $\beta$  (de j elementos) es nulo. El valor de j correspondiente al rezago máximo de la prueba de Granger es fijado por el modelador. Como se puede apreciar en la regresión anterior, la prueba de causalidad informativa de Granger intenta contrastar el aporte marginal de la información pasada de la variable “causante” sobre la variable “causada” una vez que se incorporan también los rezagos correspondientes de esta última variable como regresores. En consecuencia, si se halla que los coeficientes estimados de  $\beta$  son nulos, entonces podría afirmarse que la variable “causante” no produce efecto informativo significativo sobre la variable “causada”. En este sentido, si se acepta la hipótesis nula de la prueba de Granger, se concluirá que no existe causalidad en el sentido de X a Y. Asimismo, si se busca contrastar una hipótesis donde Y causa a X, se siguen los mismos criterios señalados. Así, el modelo a estimar sería:

$$X_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_{t-1} + \alpha_2 X_{t-2} + \dots + \alpha_j X_{t-j} + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 Y_{t-2} + \dots + \beta_j Y_{t-j} + \mu_t \quad \dots \quad (11)$$

Por lo antes señalado, la aplicación del concepto de causalidad en el sentido Granger requiere de una gran cantidad de información de corte serial (series de tiempo “largas”). Incluso una regla práctica para establecer “j” (en los modelos 10 y 11) sugiere un número de rezagos igual a  $T^{1/3}$ , donde T es el número de observaciones de tiempo en la muestra.

En el presente caso de análisis, no se cuenta con “abundante” información serial, de allí la razón de utilizar modelos Panel Data para incrementar la información (grados de libertad) para la evaluación de los determinantes de la concentración de propiedad en el Perú para las principales y mayor parte de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

La información disponible de corte serial (series de tiempo) en el país, como se ha señalado anteriormente, data desde 1995 hasta 2004, es decir, 10 años (10 observaciones de series de tiempo). Por esta razón, resulta difícil aplicar la prueba de causalidad a lo Granger para encontrar causalidades de información entre la variables que se analizan en el presente documento (existen pocas observaciones de corte serial para aplicar Granger). Sin perjuicio de ello, en algunos casos se ha aplicado la prueba, en el análisis donde el individuo sea el promedio de participación del accionista principal y la variable a utilizar sea el ROA promedio, encontrándose los siguientes resultados:

**TABLA 21**

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/22/06 Time:17:49

Sample: 1995 2004

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
ROA_does not Granger Cause PAM	8	0.02359	0.97686
PAM_does not Granger Cause ROA_		7.15109	0.07220

Para interpretar adecuadamente la tabla anterior, se debe tener en cuenta que la hipótesis nula es que la variable de la izquierda en cada línea (fila) no causa la variable de la derecha. Si la probabilidad es cercana a cero, esta hipótesis se rechazará. De la tabla, en la segunda línea, para el sistema financiero y bancario del

país, la probabilidad es cercana a cero (0,07220, aproximadamente 7,2%). Con un nivel de significancia del 10% (porcentaje alto dado que lo estándar es asumir 5%), se rechaza la hipótesis nula de que PAM no causa a lo Granger a ROA; en consecuencia se acepta la hipótesis alternativa. Es decir, PAM sí causa a lo Granger a ROA (estos resultados nos permiten rechazar la hipótesis 2 y aceptar la hipótesis 3).

## **5.5. Conclusiones**

Este capítulo ha presentado los resultados obtenidos luego de estimar diferentes modelos econométricos usados con el fin de contrastar la data y las hipótesis planteadas en el capítulo 3. Asimismo, incluye diversas pruebas adicionales con el fin de soportar los resultados obtenidos. La discusión y conclusiones sobre los resultados obtenidos se presentan en los siguientes capítulos.

**TABLA 22 Resumen de los resultados de las pruebas estadísticas a las hipótesis planteadas**

Hipótesis	Método Estadístico Utilizado	Resultado de la Prueba Estadística
H1: Una mejora en el desempeño, medido a través del ROA, estará asociada a un incremento en la participación del accionista controlador	Panel Data	Se Acepta
H2: Un incremento en el desempeño de la empresa, medido a través del ROA, causa una mayor concentración de la propiedad.	Test de Granger	Se Rechaza
H3: Un Incremento en la concetración de la propiedad causa un mayor desempeño en la empresa, medido a través del ROA	Test de Granger	Se Acepta
H4: Un mayor nivel de percepción de riesgo de la empresa, utilizando como variable proxy al grado de apalancamiento, se verá acompañado de una menor participación por parte del accionista controlador	Panel Data	Se Rechaza
H5: Un mayor nivel de percepción de riesgo de la empresa, utilizando como variable proxy al grado de apalancamiento en el periodo anterior, se verá acompañado de una menor participación por parte del accionista controlador	Panel Data	Se Acepta
H6: Una menor percepción de riesgo político, económico y social del País. Utilizando como variable proxy el índice de riesgo provisto por el "International Country Risk Guide (IRCG)", conllevará a una mayor concentración por parte del accionista controlador.	Panel Data	Se Acepta
H7: Las participaciones del accionista mayoritario tenderán a ser menores mientras más grande sea el tamaño de la empresa, medida ésta a través de la capitalización bursátil	Panel Data	Se Acepta



## **Capítulo 6: Análisis y discusión de los resultados**

### **6.1. Introducción**

En el capítulo anterior se presentaron los resultados empíricos a partir de un modelo econométrico, evaluando estadísticamente la veracidad de las hipótesis. Como se logró constatar, algunas de las hipótesis no tuvieron sustento estadístico que permita aceptarlas de manera contundente; asimismo, algunas de las hipótesis presentaron el sustento estadístico suficiente que permite no rechazarlas. Cabe, por ello, analizar y discutir la data obtenida a fin de reconocer las relaciones causales que expliquen las asociaciones observadas.

En el presente capítulo se examina y discute la data obtenida en el capítulo anterior. El capítulo está organizado de la siguiente manera: primero, se desarrolla un análisis de los resultados a partir de cada hipótesis planteada en el capítulo 3; luego, se realizan comentarios a modo de conclusión.

### **6.2. Análisis y discusión a partir de las hipótesis planteadas**

#### **6.2.1. Hipótesis 1: estructura de propiedad y desempeño**

La primera proposición implica que la estructura de propiedad determina la naturaleza de los problemas de agencia y, por lo tanto, determina la distribución de poder al interior de una organización (Jensen y Warner, 1988). Ante la inaplicabilidad de los mecanismos de control prevalecientes en economías desarrolladas, los accionistas mayoritarios pueden servir como un mecanismo alternativo de gobierno, capaz de mitigar los problemas de agencia (Shleifer y Vishny, 1997; Burkart y Panunzi, 2001). Asimismo, los incentivos para los propietarios que poseen grandes bloques accionariales, para proteger su inversión y consecuentemente

monitorear a la gerencia, puede esperarse que sean crecientes conforme a su nivel de participación (La Porta *et al*, 2000a; Pedersen y Thomsen, 2003). Conservando lo demás constante, la concentración de propiedad puede reducir los costos de agencia (Jensen y Meckling, 1976), puesto que es más fácil para unos pocos propietarios el supervisar a la gerencia que cuando la propiedad se halla dispersa, dado que se reduce la duplicación de esfuerzos de monitoreo. Como resultado, menores costos de monitoreo llevarán a un mejor desempeño, lo cual es favorable para los accionistas.

El análisis empírico realizado (ver capítulo 5) encuentra que existe una relación positiva entre concentración de la propiedad y el desempeño de la firma, medido a través del retorno sobre los activos (ROA), tal como se planteara en la hipótesis 1 (ver capítulo 3).

Estos resultados dan sustento a aquella literatura, previamente mencionada, que sugiere una relación positiva entre la supervisión ejercida por los propietarios y la concentración de la propiedad accionarial. Sin embargo, persiste la duda alrededor del porqué la relación entre ambas variables (concentración y desempeño) ha obtenido el signo que se ha encontrado positivo.

Entre los posibles motivos por los que se observa este resultado, se encuentran:

- Los elevados niveles de participación (52.19% como participación promedio *mínima* del accionista minoritario) llevan a que todo incremento posterior en los niveles de concentración tenga efectos positivos sobre el desempeño. Siguiendo a Chirinko *et al* (2003), esto implica que en la mayoría de casos los accionistas principales tenían un control casi total de la firma, por lo que un incremento en su participación apenas mejoraba su capacidad para obtener beneficios privados, pero sí incrementaba la medida en la cual el desvío de beneficios privados repercutía sobre el controlador en menores dividendos y precios de mercado de sus acciones. Por ello, un incremento en la

participación del accionista mayoritario apenas incrementa la canalización de beneficios privados, pero tiene efectos claros sobre los incentivos a la supervisión que este enfrenta.

- La concentración de propiedad en el Perú no implica, por parte de los gerentes, la inversión en menores cantidades de capital humano específicos a la firma, como afirman Burkart *et al* (1997), quienes argumentan que elevados niveles de concentración desincentivan a los gerentes a realizar inversiones en capital humano específico. Sin embargo, es posible que este efecto pueda verse debilitado por la naturaleza familiar de las firmas peruanas, lo que implica que la gerencia puede tener confianza en su no remoción, y por lo tanto certeza en los retornos a su especialización.
- Mejor calidad de las transferencias de control. Como afirman Hiess y Koke (2004), en mercados concentrados, en los cuales se dan transferencias en bloque, se reducen los problemas de *free-rider*, resultado de la externalidad positiva de un cambio de control sobre los minoritarios. Esta externalidad se da porque un cambio positivo en el control incrementa los beneficios comunes e implica un aumento de los costos de supervisión por parte del accionista controlador, lo que beneficia a los minoritarios, sin que estos hayan tenido que incurrir en ningún costo personal. Por ello, argumentan, mientras más concentrada esté la propiedad, se realizarán mejores evaluaciones por parte de un comprador acerca de los efectos de un cambio de control. Esto puede generar una correlación entre los efectos positivos de un cambio en el control y concentración, lo que a su vez asocia a esta última variable con el desempeño. Existe, asimismo, evidencia de que las transacciones en bloque se hallan asociadas a mejoras en el desempeño de la empresa; ello se debe a que este tipo de transacciones se hallan asociadas a tomas de control por parte de accionistas más eficientes (Gillian y Starks, 2003).

### 6.2.2. Hipótesis 2 y 3: relación causal entre desempeño y concentración

Los resultados empíricos encontrados nos sugieren que el sentido de causalidad es de estructura de propiedad hacia desempeño, medido a través del ROA, más no así de desempeño a concentración. Más aún, al especificar un modelo explicativo del ROA, el efecto de la concentración del mayoritario resultó estadísticamente significativo.

Esto socava, para el caso de la realidad peruana, la afirmación de Demsetz y Lehn (1985) acerca de la relación endógena entre desempeño y concentración, la cual rechaza toda relación sistemática y de causalidad entre las dos variables previamente establecidas. Sin embargo, existen quienes afirman que esperan que esta relación se dé cuando los mercados de control sean eficientes, evento que posiblemente no ocurra en el Perú. Pedersen *et al* (2001) sustentan que la detección de causalidad a lo Granger, en algún sentido, es un síntoma de un bajo nivel de protección a los minoritarios (no se encontró causalidad en los Estados Unidos pero sí en la Unión Europea), con sus consiguientes beneficios privados, lo que impide que la estructura de propiedad se realice con un criterio de optimización entre riesgo e incentivos, el cual impediría una relación sistemática entre desempeño y concentración.

Es posible también que los altos niveles de información asimétrica, en los resultados obtenidos en los Tests de Granger, se vean influenciados por el efecto de la información privilegiada, como plantean Chirinko *et al* (2003), Demsetz y Villalonga (2001) y Lee y Ryu (2003), quienes argumentan que el socio controlador, al tener mayor información sobre la firma, adquirirá acciones cuando espere futuras mejoras en el desempeño no anticipadas por el mercado.

Si bien esto implica que es el desempeño el que afecta la concentración, de darse este caso el Test de Granger arrojaría resultados contrarios. Esto sería así debido a

que el método estadístico de panel de datos ve los efectos de los rezagos de una variable sobre otra. Por ello, si los accionistas anticipan una mejora en el ROA antes que su valor sea publicado, esta información privilegiada les incentivaría a comprar acciones antes de que esta información se hiciese pública, por lo que la concentración se antecedería a la publicación de los datos con los que se construye el ROA. Debido a ello, los incrementos en la concentración pasada estarían asociados a cambios positivos presentes en el ROA.

Otro posible motivo para explicar la existencia de esta asociación es la necesidad de una centralización del poder y de mayor monitoreo (que se manifestaría en una mayor concentración), previo a un cambio radical en los procedimientos de la firma, que mejorara posteriormente su desempeño.

#### **6.2.3. Hipótesis 4: concentración de la propiedad y riesgo de la firma**

La literatura plantea motivos teóricos por los que el riesgo afecta la concentración de una firma, tanto de forma positiva como negativa. Entre los argumentos que sustentan una relación positiva, se encuentran los dados por Demsetz y Lehn (1983), quienes afirman que un mayor nivel de riesgo implica mayores retornos al monitoreo y, por lo tanto, un mayor grado de concentración. A este argumento se adicionan los dados por Demsetz y Villalonga (2001), quienes sostienen que un mayor nivel de riesgo implica mayores posibilidades de hacer uso de información privilegiada, con lo que se incrementan las oportunidades para la especulación por parte de inversionistas informados (como serían los socios controladores).

Por otro lado, existen igualmente motivos teóricos por los cuales un incremento en el riesgo afectaría de manera negativa la concentración del accionista mayoritario. Existen, como se puede apreciar en el capítulo 1, estudios que sustentan una relación negativa entre riesgo y concentración (Anuchitworawong, 2004; Bitler *et al*, 2005; Strojer *et al*, 2002); ellos sostienen sus resultados en la mayor sensibilidad del

controlador frente al riesgo de la firma, debido a que es más probable que este tenga comprometida una fracción importante de su riqueza en ella.

La existencia de estas influencias contradictorias y la existencia de estudios con resultados disímiles nos sugieren que ambos efectos se hacen presentes, y que la preponderancia de uno o de otro depende de las particularidades propias del grupo de firmas estudiadas y del entorno que enfrentan.

Los resultados de las pruebas estadísticas aplicadas en este estudio nos muestran que existe una relación negativa (mayores valores de  $R$  implican que el controlador percibe un menor riesgo, lo que a su vez le induce a tomar una mayor deuda, por lo que un coeficiente positivo señala una relación negativa entre riesgo y concentración). Sin embargo, esta relación es poco significativa (Prob. 0.2236). Este resultado sugiere que los efectos contrapuestos del riesgo sobre la concentración de la propiedad son bastante cercanos para las firmas que forman parte de nuestra muestra, lo que a su vez sugiere que los efectos, tanto negativos como positivos, del riesgo sobre la concentración son cercanos en magnitud.

#### **6.2.4. Hipótesis 5: riesgo de la firma (rezagado) y concentración**

La no existencia de una relación contemporánea no implica necesariamente la inexistencia de otros tipos de relación. Una variable puede afectar otra, pero, sin embargo, puede no hacerlo de manera contemporánea. Lo que ocurriría en ese caso es que sería necesario que transcurra un tiempo para que los efectos del cambio en una variable se transmitan a la otra. Existe evidencia estadística de que esto, el efecto rezagado, es lo que ocurre con la variable riesgo (utilizando como variable *proxy* de este al apalancamiento) al utilizarla como factor explicativo. Al utilizar el valor de esta variable como explicativa con un periodo de rezago, se encuentra que sí existe una asociación estadísticamente significativa con la concentración de propiedad.

Dentro de nuestro conocimiento, no existe literatura que mencione o trate de evaluar esta relación. Sugerimos que entre las posibles explicaciones se encuentra la existencia de un retraso entre la decisión de concentrarse y la implementación de esta concentración, debido a que los accionistas minoritarios tienden a poseer bloques de control, lo cual implica que las transferencias requieren de un periodo de negociación.

#### **6.2.5. Hipótesis 6: concentración y riesgo político, social y económico**

Los resultados de las pruebas estadísticas aplicadas en este estudio encuentran una asociación positiva entre la inversa (puesto que el índice asume un mayor valor mientras menor sea el riesgo) del índice del riesgo compuesto del *International Country Risk Guide (ICRG)* y la participación del accionista mayoritario (variables utilizadas para medir el riesgo político, social, y económico del país y la concentración de propiedad, respectivamente).

Estudios previos (Boubakri *et al*, 2003; Asiedu y Esfahani, 2001) buscan relaciones entre componentes de este índice y la concentración cuando el accionista principal es extranjero. Este es el primer estudio, del que tengamos conocimiento, en el que se observa el impacto de esta variable sobre la concentración, independientemente de la identidad del controlador. Los resultados de las pruebas estadísticas aplicadas sugieren que la reacción de los accionistas controladores frente a un incremento en el riesgo político, social y económico consiste en diversificar su riqueza entre diversas firmas.

Es bastante claro que al incrementarse el riesgo de una firma, desconcentrar la propiedad disminuye el riesgo que enfrenta el socio principal. Sin embargo, no es tan evidente el porqué la reacción frente a un riesgo que afecta a la totalidad de las firmas, como lo es el económico, político y social, incentiva la desconcentración, dado que no se observa, a primera vista, porqué ahora el invertir en otras firmas

reduciría el total de riesgo asumido por un inversionista, puesto que este riesgo es sistémico y, por ende, afecta a todas las firmas del mercado.

La explicación de esto se podría encontrar en lo planteado por Parigi y Pelizzon (2004); en dicha investigación, desarrollan un modelo que plantea la existencia de agentes con posibilidad de invertir en la firma en la cual son socios controladores y otras en las que serían minoritarios. En este modelo, los agentes son adversos al riesgo, por lo que la rentabilidad no sería el único criterio a la hora de tomar decisiones de inversión. Además, son capaces de modificar el monto de beneficios privados que expropián, tomando en cuenta el efecto de esta decisión sobre el monto de las acciones. La existencia de estos beneficios lleva a que el propietario controlador y el minorista tengan valoraciones disímiles del rendimiento de las acciones de una misma firma, puesto que el acceso a los mismos difiere entre uno y otro. Esto no impide, sin embargo, la compra de paquetes minoritarios, puesto que estos son útiles como herramienta de diversificación del riesgo. Cuando se incrementa la correlación entre los retornos de las acciones de las diversas firmas, con lo que caen las oportunidades de diversificación del riesgo, los accionistas se concentran en sus firmas. Esto ocurre porque, conforme mayor sea la correlación, menor es el costo de no diversificar.

Es posible, asimismo, que un incremento en el riesgo político, social y económico implique una caída en la correlación entre los retornos de las acciones, puesto que están asociados a cambios abruptos en las preferencias, distribución de riqueza, patrones de compra de los privados y al gasto público, entre otros. Esto tendría impactos disímiles entre los diferentes sectores de la economía, lo que llevaría a una menor correlación entre los retornos de las firmas cuando se incrementa el riesgo político-económico del país. El índice de riesgo *ICRG*, en buena medida, está asociado a la probabilidad de cambios abruptos, por lo que su incremento implica una mayor probabilidad de cambios.



#### **6.2.6. Hipótesis 7: concentración de propiedad y tamaño de la firma**

La relación negativa entre tamaño de la firma y concentración tiene múltiples estudios que la respaldan, entre ellos se encuentran los de Demsetz y Lehn (1985), Thomas y Pedersen (1997) y Zaabar (2003).

Un resultado divergente obtuvo De Siquiera (1998). En dicho estudio, se argumenta que el motivo es la diferencia en los mecanismos de financiamiento entre las firmas grandes y pequeñas. En el caso de Brasil, los mercados financieros generan restricciones de liquidez que se reducen con la escala de la firma, es decir las condiciones crediticias de las firmas grandes son tanto mejores que las de las más reducidas, de modo que el efecto mencionado por Demsetz y Lehn (1985), es decir, que la mayor toma de riesgo en las firmas grandes desalienta la concertación, se ve sobrepasado por la mayor facilidad de acceso al crédito y vuelve a esta modalidad de financiamiento superior a la oferta de acciones en el mercado.

Los resultados del presente estudio indican una relación negativa entre la concentración de la propiedad y el tamaño de la firma, lo que implicaría que los efectos sobre el acceso al crédito del tamaño de la firma no son lo suficientemente fuertes como para compensar el efecto mencionado por Demzets y Lehn (1985) y otros.

Por otro lado, de continuar el crecimiento registrado en el mercado de valores peruano en los últimos años, debiera esperarse una presión por ese canal de transmisión hacia la desconcentración, de acuerdo a los resultados obtenidos y a los planteamientos teóricos que respaldan dichos resultados.

### **6.3. Conclusiones**

En el presente capítulo se han analizado y discutido las diferentes hipótesis planteadas en el capítulo 3 frente a los resultados obtenidos en el capítulo anterior. Como se ha podido observar, de las siete hipótesis planteadas, cinco fueron aceptadas y dos fueron rechazadas. Empero, las conclusiones más relevantes del presente estudio son la descomposición del efecto del riesgo entre el sistémico y aquel propio de la empresa, así como la relación negativa observada entre la percepción rezagada del riesgo de la empresa y la participación del accionista controlador.

Además, se encontró evidencia de una relación positiva entre el desempeño de una empresa y la concentración patrimonial de la misma, y se encontró, asimismo, que el sentido de la causalidad en esta relación va de la estructura de propiedad hacia el desempeño. El desarrollo de las conclusiones del presente estudio serán expuestas en el siguiente capítulo.

## **Capítulo 7: Conclusiones y propuesta de futuras investigaciones**

### **7.1. Introducción**

En el capítulo anterior se presentó un análisis y la posterior discusión de los resultados obtenidos a través del modelo planteado. En este capítulo, concluimos el estudio a partir del análisis realizado y efectuamos propuestas para futuras investigaciones, teniendo presente lo avanzado. Asimismo, se plantean posibles implicancias políticas e institucionales producto de los hechos encontrados.

### **7.2. Conclusiones de la investigación**

El presente estudio investiga las determinantes y consecuencias de la concentración de la propiedad de las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima. Para ello, se recopiló información de 103 firmas (aquellas para las cuales se consiguió recabar información de las variables deseadas a lo largo del periodo 1995-2004), tanto acerca de la participación de su accionista mayoritario (concentración), como de su retorno sobre activos (desempeño), grado de apalancamiento del periodo presente y pasado (riesgo percibido presente y rezagado), capitalización bursátil (tamaño), fecha de constitución de la firma (edad) e inversa del índice de riesgo *ICRG* (riesgo político, social y económico).

Se plantearon hipótesis (ver capítulo 3) respecto de la asociación de estas variables con la participación del accionista principal, exceptuando la edad de la firma; asimismo, se plantearon hipótesis acerca del sentido de la causalidad entre estructura de la propiedad y desempeño. Estas hipótesis fueron evaluadas mediante pruebas econométricas, utilizando la metodología de datos de panel (Panel Data) para las asociaciones y pruebas de Granger para los análisis de causalidad.

Del estudio exploratorio se deduce que el Perú es un país cuyo principal problema de agencia no es el expuesto por Jensen y Meckling (1976) de agente-principal (es decir uno entre propietarios “débiles” y gerentes “fuertes”), sino uno entre principal mayoritario versus principal minoritario (aquel planteado por La Porta *et al*, 1997; Becht, 1997; entre otros). Ello implica que el grueso del marco teórico acerca del modelo de gobierno corporativo anglosajón (el cual busca maneras de alinear los intereses de propietarios y de la gerencia) tiene una baja aplicabilidad en una realidad como la peruana.

Con respecto a la relación entre desempeño y concentración de la propiedad, se pudo llegar a ciertas conclusiones. Los resultados de este estudio proporcionan evidencia de que los efectos positivos sobre el desempeño de una mayor supervisión sobre la gerencia, por lo menos a partir de las ya altas concentraciones encontradas, son mayores que el efecto nocivo de una mayor capacidad para extraer beneficios privados. Wu y Cui (2002) afirman que la relación entre concentración y desempeño no es fiel a la relación real, dado que los estudios no contemplan el impacto contable de la expropiación de beneficios *ex ante* por parte de los accionistas controladores. Por ello, y dado que el grado de concentración en el Perú sugiere la presencia de dichas expropiaciones, es importante recalcar que, inclusive después de dicha extracción, existe una significativa relación entre dicha concentración y el desempeño de las firmas.

A su vez, hay indicios de que es la estructura la que causa el desempeño. Estos dos hechos, la asociación positiva y el sentido de la causalidad, nos señalan que la concentración puede ser una decisión tomada por el accionista con dos criterios similares respecto de las mejoras en desempeño implementadas por él: por un lado, la concentración centraliza el poder, lo que puede a su vez facilitar las reformas; por otro lado, incrementa la fracción en los excedentes de la mejora de la que se apropia el controlador. Es por ello esperable que la concentración sea un paso previo a la implementación de mejoras.

Otra de las áreas en la que este estudio llega a conclusiones rescatables es en la dilucidación del papel que el riesgo ocupa en la estructura de propiedad en el Perú. Al utilizar el grado de apalancamiento (deuda sobre activos) como *proxy* del riesgo, lo cual nos permite analizar los efectos de la percepción de riesgo del controlador puesto que es este quien decide la política de endeudamiento, no se halló una relación significativa con los niveles presentes de concentración de la propiedad, pero sí con los pasados. Ello es un indicador de que el balance entre los dos efectos del riesgo sobre la concentración (mayores retornos al monitoreo, lo que fomenta la concentración, y el deseo de diversificación, que incentiva la dispersión) se ve afectado por el paso del tiempo.

Con respecto al riesgo político, social y económico del país, el signo de la relación implica que sus efectos son semejantes a los de la percepción de riesgo de la firma, pero las relaciones causales que generan este efecto deben ser distintas puesto que se trata de una amenaza generalizada. En el caso específico de dicho riesgo, la percepción del mismo por parte del principal mayoritario influye en sus decisiones inmediatas de concentración o desconcentración. Dado que las empresas estudiadas cotizan en el mercado local de valores, esperamos que ambas acciones sean posibles (en empresas no listadas, la desconcentración podría no ser una opción valedera).

El tamaño de la firma mostró, tras las pruebas, una relación coherente con lo planteado por Gregoric y Vespro (2003), Gürsoy y Aydogan (1998), Boubakri *et al* (2003) y otros, que afirman que el sistema financiero es lo suficientemente eficiente como para no cambiar el signo de la relación, puesto que la ventaja en el acceso al crédito de las firmas de mayor tamaño sobre las menores no es tan elevada.

### 7.3. Implicancias para las políticas públicas

Los resultados del presente estudio sugieren que el mayor problema de agencia en el Perú es el que se presenta entre socios mayoritarios y socios minoritarios, con y sin control respectivamente, tal como plantea La Porta *et al* (1998). Por ello, es en este sentido que deben dirigirse las propuestas de mejora en lo referente al gobierno corporativo en el Perú.

La concentración de propiedad no tiene, *a priori*, efectos negativos sobre el desempeño de la firma (Prowse, 1992); el que sea infrecuente en economías tales como la de Gran Bretaña o la de Estados Unidos, las cuales son más desarrolladas que la peruana, no implica que una estructura de propiedad dispersa sea inherentemente superior. Como afirmaron Bolton y Von Thadden: “El tema no es si la concentración de la propiedad es de por sí deseable o no. El tema más bien es con qué frecuencia y en qué puntos de la vida de la firma la propiedad debería ser concentrada” (Bolton y Von Thadden, 1998: 18)

La concentración, sin embargo, puede resultar ser el efecto de falencias en el marco legal e institucional que enfrentan las firmas. Estas falencias pueden tener efectos nocivos sobre la calidad del gobierno corporativo de las firmas, puesto que las firmas cuya estructura de propiedad óptima fuera dispersa (a fin de evadir riesgo, optimizar la discrecionalidad gerencial, la necesidad de captar capitales institucionales, u otros casos) se verán impedidas de incurrir en esta. Ello implica una restricción en las estructuras de propiedad que una firma puede asumir, por lo que la estructura de propiedad que la firma tenderá a escoger no será resultado de una optimización de desempeño, tomando en cuenta el efecto de incentivos al monitoreo (a mayor concentración, mayor supervisión) y el del riesgo (a mayores bloques de control se dará un mayor grado de precaución por parte del accionista controlador, lo cual reduce el ámbito de discrecionalidad). Por ello, es necesario que los cambios en la regulación sean aquellos que reduzcan los motivos no eficientes de la concentración

de propiedad, los cuales le impiden a la firma llegar a la estructura de propiedad óptima.

El cumplimiento pleno de los estatutos sociales de una firma y la presencia de mercados competitivos, tanto de control, de bienes y “de regulación”, permitirán a las firmas tener la estructura de propiedad que les sea óptima. El cumplimiento de los estatutos, gracias a fallos en caso de disputas que sean rápidos y eficientes (minimizando así las oportunidades de extracción de beneficios privados por parte de los mayoritarios) permitiría lograr dichas estructuras óptimas, puesto que las firmas que no ofrezcan protección a sus minoritarios en sus estatutos tendrán restricciones de capital que no enfrentan las firmas cuyos estatutos protegen a todos sus propietarios.

Un mercado competitivo de bienes, obtenible mediante una mayor apertura comercial o una menor regulación, implica que las firmas que no practiquen un gobierno corporativo eficiente sean rápidamente desplazadas por las que sí lo hacen, motivo por el cual los controladores de las firmas se verán impulsados a asumir la estructura de propiedad que les mantenga competitivos. A su vez, incrementarán los costos de extracción de beneficios privados, puesto que, en un entorno más competitivo, los efectos nocivos de la restricción en la liquidez, producto de dicha extracción, son mayores.

Los mercados de control son básicos en el uso eficiente de los recursos de una economía, puesto que, así, quienes comanden los recursos serán quienes le darán mejor uso a dichos recursos. Para mejorar su eficiencia, es necesario reducir las restricciones a la inversión extranjera, flexibilizar las políticas laborales (aquellas que reduzcan los costos de una reingeniería, lo cual aumenta el desempeño de la empresa), así como un sistema financiero eficiente. De esta manera, las firmas cambiarían de controlador hasta llegar a aquel que estableciera la estructura de propiedad óptima para la firma (Coffee, 2000).

Con mercados “de regulación” nos referimos, por un lado, a las facilidades que tengan las firmas para listarse en mercados de valores cuyas características sean más congruentes con aquellas que les permitan un mayor acceso al capital, y, por otro lado, al no sabotaje del Estado al surgimiento de sistemas autorregulados que protejan a los accionistas minoritarios, como lo son cláusulas de arbitraje o mercados de valores con múltiples regulaciones. El Estado no debe impedir que los marcos regulatorios compitan en beneficio de los propietarios de las firmas, tanto de controladores como de minoritarios.

#### **7.4. Limitaciones del estudio**

La principal limitación del presente estudio se ha constituido alrededor de las limitaciones de la data, específicamente aquella concerniente al tamaño de la muestra, debido principalmente al bajo número de empresas de las cuales se pudo obtener información a lo largo de todo el periodo observado. Dicha limitación de la data reduce la complejidad de los modelos pasibles de ser testeados estadísticamente.

Asimismo, se ha podido comprobar, a lo largo de la recolección de la data, la reducida certeza que se puede tener sobre la información proporcionada por las empresas. De las 169 empresas listadas en 1995, solo se pudo conseguir información de 103 a lo largo de los siguientes 10 años, a pesar de la existencia de requerimientos legales que obligan el proporcionar esta información.

#### **7.5. Futuras investigaciones**

El modelo planteado muestra una bondad de ajuste elevada (superior al 85%), lo cual implica que las variables escogidas explican gran parte del fenómeno analizado. Ello pone el énfasis de futuras investigaciones, más que en hallar determinantes de



la concentración, en explorar cuál es el motivo por el que se dan los efectos que han sido hallados.

La identidad del accionista mayoritario determina si los efectos de las variables se mantienen o cambian; por ello, es de gran interés para investigaciones futuras. Asimismo, dicho estudio permitiría hacer un análisis del grado de estructuras piramidales presentes en el mercado de valores local, variable asociada a la canalización de beneficios *ex ante* (Atanasov *et al*, 2004).

Por otro lado, sería de suma importancia investigar la existencia de accionistas con bloques de control después del accionista controlador. De acuerdo a la literatura revisada, la participación de un segundo accionista de control, aquel que apropia el segundo bloque de control en la estructura accionarial, mejora el desempeño de la empresa, puesto que monitorea las acciones del accionista principal, dificultando con ello la extracción de beneficios privados (Edwards y Weichenrieder, 1999).

Una de las razones planteadas en la literatura académica sobre la relación positiva entre concentración y desempeño es la existencia de asimetrías de información entre el principal controlador y el mercado de valores (Chirinko *et al*, 2003). Los resultados obtenidos en la presente investigación podrían estar sustentados en dicha propuesta, por lo cual sería de interés indagar en dichas asimetrías.

El modelo planteado en el presente estudio explica las fluctuaciones en la estructura accionarial de las empresas incluidas; empero, no explica el alto grado de concentración encontrado, en comparación con otros países de la región (ver Tabla 2).

Finalmente, sería de sumo interés investigar la práctica de canalización de beneficios privados existente en el mercado peruano. De acuerdo a la literatura académica, la concentración de propiedad está directamente relacionada con las prácticas expropiatorias por parte de los accionistas controladores. De acuerdo al estudio

exploratorio, el elevado grado de concentración de propiedad en el Perú sería un fuerte síntoma de la presencia de dichas prácticas.

## **7.6. Conclusiones**

En el presente capítulo concluimos la investigación realizada, otorgando asimismo luces sobre futuras áreas de investigación relacionadas con nuestro estudio. Como hemos podido sustentar, la concentración de propiedad es uno de los principales determinantes del tipo de gobierno corporativo, imperante en determinado mercado, por el tipo de conflicto de agencia que se presentan. En el presente estudio constatamos que la aplicabilidad del marco teórico ensayado se sustenta en la realidad empírica observada, en especial en lo referido a resultados y percepción de riesgo.

En efecto, los resultados obtenidos son consistentes con aquellos planteamientos teóricos expuestos para economías con graves falencias institucionales, como por ejemplo respecto de la correlación y causalidad entre concentración y desempeño, así como el rezago observado en la relación entre concentración y percepción de riesgo de la empresa.

Asimismo, hemos presentado importantes avances para futuras investigaciones, así como data obtenida que puede ser útil para futuros estudios sobre gobernabilidad corporativa.

## Bibliografía

AGANIN, A.; VOLPIN, P. (2003) "History of Corporate Ownership in Italy" (ECGI Finance Working Paper No. 17) <<http://ssrn.com/abstract=391180>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

AHDIEH, R. (2004), "Law's Signal: A Cueing Theory of Law in Market Transition". En: *Southern California Law Review*, vol. 77, pp. 215-306.

AHMED, A.; SCHNEIBLE, R.; STEVENS, J. (2003) "An Empirical Analysis of the Effects of Online Trading on Stock Price and Trading Volume Reactions to Earnings Announcements". En: *Contemporary Accounting Research*, vol. 20, No. 3, pp. 413-439.

ALCHAIN, A.; DEMSETZ, H. (1972) "Production, Information Costs, and Economic Organization". En: PUTTERMAN, L.; KROSZNER, R.(eds.) (1996) *The Economic Nature of the Firm*. Cambridge: Cambridge University Press.

AMATORI, F.; COLLI, A. (2000) "Corporate Governance: The Italian Story" (Working Paper of the Bocconi University, Milan).

ANDERSON, R.; MANSI, S.; REEB, D. (2003) "Founding-Family Ownership and the Agency Cost of Debt". En: *Journal of Financial Economics*, vol. 68, pp. 263-285.

ANGELUCCI, M.; ESTRIN, S.; KONINGS, J.; ZOLKIEWSKI, Z. (2002) "The Effect of Ownership and Competitive Pressure on Firm Performance in Transition Countries: Micro Evidence from Bulgaria, Romania and Poland" (William Davidson Institute Working Paper No. 434).  
<<http://wdi.umich.edu/files/Publications/WorkingPapers/wp434.pdf>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

ANUCHITWORAWONG, C. (2004), "Corporate Governance, Risk and Managerial Decision Making: Evidence from Thailand" (mimeo).

ATANASOV, V. (2001) "Optimal Portfolios with Monitoring, Private Benefits of Control, and Budget Constraints". <<http://ssrn.com/abstract=276828>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

ATANASOV, V. (2002) "How Much Value Can Blockholders Tunnel? Evidence from the Bulgarian Mass Privatization Auctions". <<http://ssrn.com/abstract=283601>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

ATANASOV, V.; CICCOTELLO, C.; GYOSHEV, S. (2004) "How Does Law Affect Finance? An Empirical Examination of Tunneling in an Emerging Market" (William Davidson

Institute Working Paper No. 742)

<<http://www.wdi.umich.edu/files/Publications/WorkingPapers/wp742.pdf>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

ASIEDU, E.; ESFAHANI, H. (2001) "Ownership Structure in Foreign Direct Investment Projects". En: *Review of Economics and Statistics*, vol. 83, No. 4, pp. 647-662.

AYADI, M.; GADHOUM, Y. (2003) "Ownership Structure and Risk: A Canadian Empirical Analysis". En: *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 42, Nos. 1-2.

BANCO MUNDIAL (2004) "Report on the Observance of Standards and Codes: Corporate Governance Country Assessment, Republic of Peru".

BARCA, F.; BECHT, M. (eds.) (2001) *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press.

BEBCHUK, L. (1999) "A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control" (Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 260)

<<http://ssrn.com/abstract=168990>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

BEBCHUK, L. (2002) "Asymmetric Information and the Choice of Corporate Governance Arrangements" (Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 398)

<<http://ssrn.com/abstract=327842>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

BEBCHUK, L.; ROE, M. (1999) "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance". En: *Stanford Law Review*, vol. 52, No. 1, pp. 127-170.

BECHT, M. (1997). "Strong Blockholders – Weak Minority Owners" (Fondazione Eni Enrico Mattei, FEEM Newsletter, No. 1).

BECHT, M.; MAYER, C. (2001) "Introduction". En: BARCA, F.; BECHT, M. (eds.) (2001) *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press.

BENAVIDES, J. (2005) "Concentración de la propiedad y desempeño contable: el caso latinoamericano". Universidad ICESI, Borradores de Economía y Finanzas No. 002502.

BENISHAY, H. (1961), "Variability in Earnings Price Ratios of Corporate Equities". En: *American Economic Review*, vol. 51, No. 1, pp. 81-94.

BERGLOF, E.; PAJUSTE, A. (2003) "Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Transition" (Stockholm School of Economics. Mimeo).

BERGLOF, E.; VON THADDEN, E. (1999), "The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries" (William Davidson Institute Working Paper No. 263)

<<http://www.wdi.umich.edu/files/Publications/WorkingPapers/wp263.pdf>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

BERLE, A.; MEANS, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. Nueva York: Macmillan Publishing Co.

BERNOULLI, D. (1954) "Exposition of a new theory on the measurement of risk" (publicación original: 1738). En: *Econometrica*, vol. 22, No. 1, pp. 22-36.

BERTRAND, M.; MULLAINATHAN, S. (2002) "Pyramids" (MIT Department of Economics Working Paper No. 02-32) <<http://ssrn.com/abstract=339480>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

BIM, A. (1996) "Ownership and Control of Russian Enterprises and Strategies of Shareholders". En: *Communist Economies and Economic Transition*, vol. 8, No. 4, pp. 471-500.

BITLER, M.; MOSKOWITZ, T.; VISSING-JORGENSEN, A. (2005) "Testing Agency Theory with Entrepreneur Effort and Wealth". En: *Journal of Finance*, vol. 60, No. 2, pp. 539-576.

BLACK, B. (2001) "The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets". En: *UCLA Law Review*, vol. 48, pp. 781-855.

BLAIR, M. (1995) *Ownership and Control*. Washington: The Brookings Institution.

BOEKER, W. (1989) "Strategic Change: The Effects of Founding and History". En: *The Academy of Management Journal*, vol. 32, No. 3, pp. 489-515.

BOHREN, O.; ODEGAARD, B. (2003) "Governance and Performance Revisited" (ECGI Finance Working Paper No. 28) <<http://ssrn.com/abstract=423461>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

BOLBOL, A.; FATHELDIN, A.; OMRAN, M. (2004) *Ownership Structure, Firm Performance, and Corporate Governance: Evidence from Selected Arab Countries*, Abu Dhabi: Arab Monetary Fund.

BOLTON, P.; VON THADDEN, E. (1998) "Blocks, Liquidity, and Corporate Control" (Cahiers de Recherches Economiques du Département d'Econométrie et d'Economie politique (DEEP) No. 9619. Université de Lausanne, Ecole des HEC, DEEP). En: *The Journal of Finance*, vol. 53, No. 1, pp. 1-25.

BOTHWELL, J. (1980) "Profitability, Risk, and the Separation of Ownership from Control". En: *The Journal of Industrial Economics*, vol. 28, No. 3, pp. 303-311.

BOUBAKER, S. (2003a) *Ownership-Control Discrepancy and Firm Value: Evidence from France*. París: Institut de Recherche en Gestion.

BOUBAKER, S. (2003b) *On the Relationship between Ownership Control Structure and Debt Financing: New Evidence from France*. París: Université de Paris / Institut de Recherche en Gestion.

BOUBAKRI, N.; COSSET, J-C.; GUEDHAMI, O. (2003) "Postprivatization Corporate Governance: The Role of Ownership Structure and Investor Protection" (Fondazione Eni Enrico Mattei Working Paper No. 37.2003) <<http://ssrn.com/abstract=406461>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

BOUBAKRI, N.; COSSET, J-C.; FISHER, K. (2005), "Ownership Structure, Privatization, Bank Performance and Risk Taking". En: *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, Nos. 8-9, pp. 2015-2041.

BRATTON, W. (2000) "Berle and Means Reconsidered at the Century's Turn". En: *Journal of Corporation Law*, vol. 26, No. 3, pp. 737-770.

BRATTON, W.; MCCAHERY, J. (1999) "Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm: The Case against Global Cross Reference". En: *Columbia Journal of Transnational Law*, vol. 38, No. 2. <<http://ssrn.com/abstract=205455>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

BURKART, M.; PANUNZI, F. (2001). "Agency Conflicts, Ownership Concentration and Legal Shareholder Protection" (CEPR Discussion Paper No. 2708) <<http://ssrn.com/abstract=264361>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

BURKART, M.; GROMB, D.; PANUNZI, F. (1997) "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm". En: *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, No. 3, pp. 693-728.

BUZZACCHI, L.; COLOMBO, M. (1996) "Business Groups and the Determinants of Corporate Ownership". En: *Cambridge Journal of Economics*, vol. 20, pp. 31-51.

CADBURY, A. (1999) "What Are the Trends in Corporate Governance? How Will They Impact Your Company". En: *Long Range Planning*, vol.32, No.1, pp. 12-19.

CAMPBELL, K. (2002) "Ownership Structure and the Operating Performance of Hungarian Firms" (University College London, Centre for the Study of Economic & Social Change in Europe, Working Paper No. 9) <[http://www.ssees.ac.uk/publications/working\\_papers/wp9.pdf](http://www.ssees.ac.uk/publications/working_papers/wp9.pdf)> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

CARPENTER, M.; WESTPHAL, J. (2001), "The Strategic Context of External Network Ties: Examining the Impact of Director on Board Involvement in Strategic Decision Making". En: *Academy of Management Journal*, vol. 44, No. 4.

CARPENTER, R.; PETERSEN, B. (2002) "Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?". En: *The Review of Economics and Statistics*, vol. 84, No. 2, pp. 298-309.

CASTILLO, P.; MONTORO, C.; TUESTA, V. (2006) *Estimación de la tasa natural de interés para la economía peruana*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.

CEBENOYAN, S.; COOPERMAN, E.; REGISTER, C. (1999), "Ownership Structure, Charter Value, and Risk-Taking Behavior for Thrifts". En: *Financial Management Association*, vol. 28, No. 1.

CHEFFINS, B. (2002) "Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?" <<http://ssrn.com/abstract=317661>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

CHIBBER, P.; MAJUMDAR, S. (1999) "Foreign Ownership and Profitability: Property Rights, Control, and the Performance of Firms in Indian Industry". En: *The Journal of Law and Economics*, vol. XLII, pp. 209-238.

CHIRINKO, R.; VAN EES, H.; GARRETSEN, H.; STERKEN, E. (2003) "Investor Protections and Concentrated Ownership Assessing: Corporate Control Mechanisms in the Netherlands". (CESifo Working Paper Series No. 864) <<http://ssrn.com/abstract=385105>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; KLINGEBIEL, D. (2000a) "Stock Markets in Transition Economies" (The World Bank Financial Sector Discussion Paper No. 5) <<http://ssrn.com/abstract=240703>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. (2000b) "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations". En: *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 81-112.

CLAESSENS, S.; FAN, J. (2002) "Corporate Governance in Asia: A Survey". En: *International Review of Finance*, vol. 3, pp. 71-103.

COASE, R. (1937), "The Nature of the Firm". En: WILLIAMSON, O.E.; WINTER, S.G. (eds.) (1993) *The Nature of the Firm*. Oxford: Oxford University Press.

COFFEE, J. (2000) "The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control" (Columbia Law and Economic Working Paper No. 182) <<http://ssrn.com/abstract=254097>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

COGLEY, T.; SARGENT, T. (2005) "The Conquest of US Inflation: Learning and Robustness to Model Uncertainty". En: *Review of Economic Dynamics*, vol. 8, No. 2, pp. 528-563.

COLE, R.; MEHRAN, H. (1998) "The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industry". En: *Journal of Financial Economics*, vol. 50, No. 3, pp. 291-317.

COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES (CONASEV) (2002). "Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas". Lima: CONASEV.

COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES (CONASEV) (2006). "Propuesta de de Modificación de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas". Lima: CONASEV.

CUBBIN, J.; LEECH, D. (1983) "The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Evidence". En: *Economic Journal*, vol. 93, pp. 351-369.

DAHLQUIST, M.; PINKOWITZ, L.; STULZ, R.; WILLIAMSON, R. (2002) "Corporate Governance, Investor Protection, and the Home Bias" (Tuck-JQFA Contemporary Corporate Governance Issues II Conference) <<http://ssrn.com/abstract=320222>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

DANIELS, R.; IACOBUCCI, E. (2000) "Some of the Causes and Consequences of Corporate Ownership Concentration in Canada". En: MORCK, R. (ed.) (2000) *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: The University of Chicago Press, pp. 81-104.

DANIELS, R.; MACINTOSH, J. (1991) "Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime". En: *Osgoode Hall Law Journal*, vol. 29, pp. 863-872.

DE MIGUEL, A.; PINDADO, J.; DE LA TORRE, C. (2003) "Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from the Spanish Corporate Governance System" (EFMA 2003 Helsinki Meetings) <<http://ssrn.com/abstract=393464>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

DEMSETZ, H. (1983) "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm". En: PUTTERMAN, L.; KROSZNER, R. (eds.) (1996) *The Economic Nature of the Firm*. Cambridge: Cambridge University Press.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. (1985) "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". En: *Journal of Political Economy*, vol. 93, No.6, pp. 1155-1177.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. (2001) "Ownership Structure and Corporate Performance". En: *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, No.3, pp. 209-233.



DE PROPRIIS, L.; DRIFFIELD, N. (2006); "The Importance of Clusters for Spillovers from Foreign Direct Investment and Technology Sourcing". En: *Cambridge Journal of Economics*, vol. 30, No. 2, pp. 277-291.

DE SIQUEIRA, T. (1998) "Concentration of Ownership in Brazilian Quoted Companies" <<http://www.bndes.gov.br/english/studies/rev103.pdf>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

DENIS, D.; DENIS, D.; SARIN, A. (1999) "Agency Theory and the Influence of Equity Ownership Structure on Corporate Diversification". En: *Strategic Management Journal*, vol. 20, No. 11, pp. 1071-1076.

DIGGLE, P.; LIANG, K.; ZEGER, S. (1994) *Analysis of Longitudinal Data*. Oxford: Clarendon Press.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G.; LINS, K.; MILLER, D.; STULZ, R. (2005) "Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-Listing Decision" (NBER Working Paper No. W11162) <<http://ssrn.com/abstract=679321>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

DOWNS, D.; SOMMER, D. (1999) "Monitoring, Ownership, and Risk-Taking: The Impact of Guaranty Funds". En: *The Journal of Risk and Insurance*, vol. 66, No. 3, pp. 477-497.

DRUD HANSEN, J.; JENSEN, C.; STRØJER, M. (2002) "Are Ownership Structures Risk- & Wealth-Constrained?" (CIE Discussion Papers 2002-08, University of Copenhagen. Department of Economics (formerly Institute of Economics). Centre for Industrial Economics) <<http://econpapers.repec.org/paper/kudkuieci/2002-08.htm>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

DYCK, A.; ZINGALES, L. (2001) "Private Benefits of Control: An International Comparison" (CEPR Discussion Paper No. 3177) <<http://ssrn.com/abstract=301200>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

EARLE, J.; KUCSERA, C.; TELEGDY, A. (2003) "Ownership Concentration and Corporate Performance on the Budapest Stock Exchange: Do too Many Cooks Spoil the Goulash?" (Upjohn Institute Staff Working Paper No. 03-93) <<http://ssrn.com/abstract=425440>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

EDWARDS, J.; WEICHENRIEDER, A. (1999) "Ownership Concentration and Share Valuation" (CESifo Working Paper Series No. 193) <<http://ssrn.com/abstract=272627>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

ECKHOUDT, L.; GOLLIER, C. (1999) "The Insurance of Low Probability Events". En: *Journal of Risk and Insurance*, vol. 66, pp. 17-28.

FACCIO, M.; LANG, L. (2000) "The Separation of Ownership and Control: An Analysis of Ultimate Ownership in Western European Corporations" <<http://ssrn.com/abstract=222429>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

FACCIO, M.; LANG, L. (2002) "The Ultimate Ownership of Western European Corporations". En: *Journal of Financial Economics*, vol. 65, No. 3, pp. 365-395.

FAMA, E.; JENSEN, M. (1983) "Separation of Ownership and Control". En: *Journal of Law and Economics*, vol. 26, No. 2, pp. 301-325.

FILATOTCHEV, I.; MICKIEWICZ, T. (2001) "Ownership Concentration, 'Private Benefits of Control', and Debt Financing" <<http://ssrn.com/abstract=286372>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

FRANCIS, J.; KHURANA, I.; PEREIRA, R. (2001) "Investor Protection Laws, Accounting and Auditing Around the World" <<http://ssrn.com/abstract=287652>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

FRANKS, J.; MAYER, C.; ROSSI, S. (2005) "Ownership: Evolution and Regulation" (ECGI Finance Working Paper No. 09/2003; EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 3205; AFA 2003 Washington, DC Meetings) <<http://ssrn.com/abstract=354381>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

FÜERST, O.; KANG, S-H. (2000) "Corporate Governance, Expected Operating Performance, and Pricing" <<http://ssrn.com/abstract=141357>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

GADHOUM, Y. (1998) "Corporate Governance and Top Managers: Potential Sources of Sustainable Competitive Advantage". En: *Human Systems Management*, vol. 17.

GADHOUM, Y. (2000) "Ownership Concentration, Dividend Policy, and Expropriation of Minority Shareholders" (Center de Recherche en Gestion, Working Paper No. 08-2000).

GALE, B. (1972) "Market Share and Rate of Return". En: *The Review of Economics and Statistics*, vol. 54, No. 4, pp. 412-423.

GARRIDO, J. (2004) "La concentración de propiedad en el Perú: análisis de la realidad". En: CLADEA *Revista Leadership*, edición 0.

GILLAN, S.; STARKS, L. (2003). "Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective" (Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper No. 2003-01) <<http://ssrn.com/abstract=439500>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

GILSON, R.; GORDON, J. (2003) "Controlling Controlling Shareholders" (Columbia Law and Economics Working Paper No. 228; Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 262) <<http://ssrn.com/abstract=417181>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

GOLLIER, C. (2001) *The Economics of Risk and Time*. Massachusetts: The MIT Press.

GRANGER, C. (1969) "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods". En: *Econometrica*, vol. 37, No. 3, pp. 424-438.

GREENE, W. (1997) *Econometrics Analysis*, 3ra edición, Nueva Jersey: Prentice Hall.

GREGORIC, A.; VESPRO, C. (2003) "Block Trades and the Benefits of Control in Slovenia" (ECGI Finance Working Paper No. 29/2003) <<http://ssrn.com/abstract=444500>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

GROSFELD, I. (2003) "Mass Privatisation, Corporate Governance and Endogenous Ownership Structure" (William Davidson Institute Working Paper No. 596) <<http://ssrn.com/abstract=577183>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

GURIEV, S.; RACHINSKY, A. (2005) "The Role of Oligarchs in Russian Capitalism". En: *Journal of Economic Perspectives*, vol. 19, No. 1, pp.131-150.

GÜRSOY, G.; AYDOĞAN, K. (1998) "Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies". Paper presentado en "International Global Finance Conference", Istanbul, Turquía, 1998.

HAUSMAN, J. (1983) "Specification and Estimation of Simultaneous Equations Models". En: GRILICHES, Z.; INTRILIGATOR, M. (eds.), *Handbook of Econometrics*. 4 vols. Ámsterdam: North-Holland, vol. 1.

HEISS, F.; KOKE, J. (2004), "Dynamics in Ownership and Firm Survival: Evidence from Corporate Germany". En: *European Financial Management*, vol. 10, pp. 167-197.

HIMMELBERG, R.; HUBBARB, C.; PALIA, D. (1999) "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance". En: *Journal of Financial Economics*, vol. 53, pp. 350-365.

HO HWANG, J. (2004) "Whose Private Benefits of Control – Owners or Managers?" (working paper inédito, Indiana University, Bloomington, IN).

HOLDERNESS, C. (2003). "A Survey of Blockholders and Corporate Control". En: *Economic Policy Review*, vol. 9, No. 1, pp. 51-64.

HOLDERNESS, C.; SHEEHAN, D. (1988) "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations". En: *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 317-346.

HURDLE, G. (1974) "Leverage, Risk, Market Structure and Profitability". En: *The Review of Economics and Statistics*, vol. 56, No. 4, pp. 478-485.

JANDIK, T.; RENNIE, C. (2004) "The Evolution of Corporate Governance and Firm Performance in Emerging Markets: The Case of Sellier and Bellot" (ECGI Finance Working Paper No. 59/2004) <<http://ssrn.com/abstract=625902>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

JENSEN, M.; MECKLING, W. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". En: JENSEN, M. (2000) *A Theory Of The Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Massachusetts: Harvard University Press.

JENSEN, M.; WARNER, J. (1988), "The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors". En: JENSEN, M. (2000) *A Theory Of The Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Massachusetts: Harvard University Press.

JOH, S. (2003) "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis". En: *Journal of Financial Economics*, vol. 68, No.2, pp. 287-322.

JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. (2000) "Tunnelling" (Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1887) <<http://ssrn.com/abstract=204868>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

JONES, D.; KALMI, P.; MYGIND, N. (2003) "Choice of Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Estonia" (William Davidson Institute Working Paper No. 560) <<http://ssrn.com/abstract=405840>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

KAMERSCHEN, D. (1968) "The Influence of Ownership and Control on Profit Rates". En: *American Economic Review*, vol. 58, No. 4, pp.668-670.

KHANNA, T.; PALEPU, J. (2000) "The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long Run Evidence from Chile". En: *Academy of Management Journal*, vol. 43, No. 3, pp. 268-285.

KLEIN, P. (1999) "New Institutional Economics". En: BOUDEWIN B.; DE GEEST, G. (eds.), *Encyclopedia of Law and Economics*. Cheltenham: Edward Elgar, pp. 456-458.

KNIGHT, F. (1957), *Risk, Uncertainty and Profit*, Nueva York: Harper & Row.

KUMAR, J. (2004) "Does Ownership Structure Influence Firm Value? Evidence from India" (EFMA 2004 Basel Meetings Paper) <<http://ssrn.com/abstract=464521>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1997) "Legal Determinants of External Finance". En: *Journal of Finance*, vol. 52, No. 3, pp. 1131-1150.

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. (1998), "Corporate Ownership around the World" (Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1840) <<http://ssrn.com/abstract=103130>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. (2000a) "Government Ownership of Banks" (Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1890; KSG Working Paper No. 01-016) <<http://ssrn.com/abstract=236434>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (2000b) "Investor Protection and Corporate Governance". En: *Journal of Financial Economics*, vol. 58, Nos. 1-2, pp. 3-27.

LEE, S.; RYU, K. (2003) "Management Ownership and Firm's Value: An Empirical Analysis Using Panel Data" (ISER Discussion Paper No. 593) <<http://ssrn.com/abstract=444420>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

LEECH, D. (2000) "Shareholder Power and Shareholder Incentives: Towards a Theory of Ownership Control" (Working Paper, Warwick Business School).

LEFORT, F. (2003) "Gobierno corporativo: ¿Qué es? y ¿cómo andamos por casa?". En: *Cuadernos de Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile*, año 40, No. 120, pp. 207-237.

LEHMANN, E.; WEIGAND, J. (2000) "Does the Governed Corporation Perform Better?" <[http://econometrics.wiwi.uni-konstanz.de/CoFE/Papers/dp00\\_05.pdf](http://econometrics.wiwi.uni-konstanz.de/CoFE/Papers/dp00_05.pdf)> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

LEMMON, M.; LINS, K. (2001) "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis" (William Davidson Institute Working Paper No. 393; 3rd Annual Fin. Mkt. Dev. Conference, Hong Kong 2001; U of Utah Working Paper) <<http://ssrn.com/abstract=265108>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

LINCIANO, N. (2003) "Non-Voting Shares and the Value of Control: The Impact of Corporate Regulation in Italy" (EFA 2003 Annual Conference Paper No. 400; EFMA 2003 Helinski Meetings) <<http://ssrn.com/abstract=410191>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

LLOYD, W.; JAHERA, J.; GOLDSTEIN, S. (1986) "The Relation between Returns, Ownership Structure, and Market Value". En: *Journal of Financial Research*, vol. 9, No. 2, pp. 171-177.

LOURI, H.; LOUFIR, R.; PAPANASTASSIOU, M. (2002) "Foreign Investment and Ownership Structure: An Empirical Analysis". En: *Empirica*, vol. 29, pp. 31-45.

LUKVIARMAN, N. (2004) "Ownership Structure and Firm Performance: The Case of Indonesia". Tesis. Curtin university of Technology, Graduated School of Business.

MAHONEY, P. (2000) "Trust and Opportunism in Close Corporations". En: MORCK, R. (ed.) (2000) *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 177-199.

MARKOWITZ, H. (1957) "A Simplex Method for the Portfolio Selection Problem" (Cowles Foundation Discussion Paper No. 27)  
<<http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p00b/p0060.pdf>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

MARKS, R. (1999) "The Triumph of the Firm". En: TWITE, G.; O'KEEFFE, M. (eds.) (1999) *New Directions in Corporate Strategy*. Sydney: Allen & Unwin, pp. 39-46.

MAYER, C., (1997) "Corporate Governance, Competition and Performance". En: *Journal of Law and Society*, vol. 24, pp. 152-176.

MCCLELLAND, P.; BARKER, V. (2004) "The Interaction of CEO Age and Ownership Control in Publicly Traded Firms: Performance Implications". Working Paper presentado en el 2004 Academy of Management Conference, New Orleans.

MCCONNEL, J.J.; SERVAES, H. (1995) "Equity Ownership and the Two Faces of Debt". En: *Journal of Finance Economic*, vol. 39, No.1, pp. 131-157.

MELLO, A.; PARSONS, J., (1994) "Auctions of Shares with a Secondary Market and Tender Offers" (CEPR Discussion Paper No. 1077)  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=5967](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5967) (última consulta: 28 de marzo de 2007).

MÍNGUEZ-VERA, A.; MARTÍN-UGEDO, J. (2003) "Does Ownership Structure Affect Value? Evidence from the Spanish Capital Market"  
<<http://eawp.economistascoruna.org/archives/vol2n6/index.asp>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

MIWA, Y.; RAMSEYER, J. (2002) "The Myth of the Main Bank: Japan and Comparative Corporate Governance". En: *Law and Social Inquiry*, vol. 27, pp. 401-424.

MORCK, R. (ed.) (2000) *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press.



MORCK, R.; NAKAMURA, M. (2000) "Japanese Corporate Governance and Macroeconomic Problems" (Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1893) <<http://ssrn.com/abstract=235758>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1988) "Managerial Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis". En: *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 292-315.

MORCK, R., STRANGELAND, D., YEUNG, B. (1998) "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease?". En: MORCK, R. (ed.) (2000) *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press.

MORCK, R.; WOLFENZON, D.; YEUNG, B. (2004): "Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth" (NBER Working Paper 10692) <<http://papers.nber.org/papers/w10629.pdf>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

MUDAMBI, R.; NICOSIA, C. (1998) "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the UK Financial Services Industry". En: *Applied Financial Economics*, vol. 8, No. 2, pp. 175-180.

MURALI, R.; WELCH, J. (1989) "Agents, Owners, Control and Performance". En: *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 16, No. 3, pp. 385-398.

NORDAL, K. (2001) "Country Risk, Country Risk Indices, and Valuation of FDI: A Real Options Approach". En: *Emerging Markets Review*, vol. 2, No. 3, pp.197-217.

ORGANIZACIÓN DE COOPERACIÓN ECONÓMICA Y DESARROLLO (OCDE) (2004): "White Paper on Governance in Latin America".

PAGANO, M.; RÖELL, A. (1998) "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public". En: *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, No. 1, pp. 187-225.

PAGANO, M.; VOLPIN, P. (2001) "The Political Economy of Finance" (CEPR Discussion Paper No. 3231) <<http://ssrn.com/abstract=304643>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

PAJUSTE, A.; OLSSON, M. (2001) "Ownership Concentration: The Case of the Baltic States". Paper presentado en el CEPR University of Ljubljana Conference, Portoroz, Slovenia, junio de 2001.

PARIGI, B.; PELIZZON, L. (2004), "Does Local Market Correlation Matter for Ownership Structure and Control Rights?" <<http://ssrn.com/abstract=621501>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

PEDERSEN T.; THOMSEN, S. (2000) "Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: The Importance of Owner Identity". En: *Journal of Management and Governance*, vol. 7, pp. 27-55.

PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. (2001) "The Causal Relationship between Insider Ownership, Owner Identity and Market Valuation among the Largest European Companies" (Copenhagen Business School, Department of International Economics and Management, Working Paper 15-2001)  
<<http://ep.lib.cbs.dk/download/ISBN/x656100930>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

PEDERSEN, T.; THOMSEN, S.; KVIST, H. (2001), "The Direction of Causality between Blockholder Ownership and Firm Value: US and EU Evidence" (Copenhagen Business School, Department of International Economics and Management, Working Paper No 16-2001) <<http://ep.lib.cbs.dk/download/ISBN/x656124007>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

PINKOWITZ, L.; STULZ, R.; WILLIAMSON, R. (2003) "Do Firms in Countries with Poor Protection of Investor Rights Hold more Cash?" (Dice Center Working Paper No. 2003-29) <<http://ssrn.com/abstract=476442>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

PINTERIS, G. (2002) "Agency Costs, Ownership Structure and Performance in Argentine banking" (Department of Economics, University of Illinois. Mimeo).

PIVOVARSKY, A. (2003) "Ownership Concentration and Performance in Ukraine's Privatized Enterprises". En: *IMF Staff Papers*, vol. 50, No. 1, pp. 10-42.

POULSEN, A.; STEGEMOLLER, M. (2006) "Moving from Private to Public Ownership: Selling out to Public Firms vs. Initial Public Offerings" (AFA 2006 Boston Meetings) <<http://ssrn.com/abstract=684442>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

PROWSE, S. (1992) "The Structure of Corporate Governance in Japan". En: *Journal of Finance*, vol. 47, No. 3, pp. 1121-1140 (Actas del 52 Encuentro anual de la American Finance Association, Nueva Orleans, Louisiana, enero de 1992).

PUTTERMAN, L.; KROSZNER, R. (eds.) (1996) *The Economic Nature of the Firm*. Cambridge: Cambridge University Press.

ROE, M. (2000) "Political Foundations for Separating Ownership from Corporate Control". En: *Stanford Law Review*, vol. 53, pp. 539-606.

ROE, M. (2003) *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*. Nueva York: Oxford University Press.

SAUNDERS, A.; STROCK, E.; TRAVLOS, N. (1990) "Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking". En: *The Journal of Finance*, vol. 45, No. 2, pp. 643-654.



SCHOUKENS, J.; PINTELON, R.; DOBROWIECKI, T. (2002) "Linear Modeling in the Presence of Nonlinear Distortions". En: *IEEE Transactions on Instrumentation and Measurement*, vol. 51, No. 4, pp.786-792.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1986) "Large Shareholders and Corporate Control". En: *Journal of Political Economy*, vol. 94, No. 3, pp. 461-488.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1997), "A Survey of Corporate Governance". En: *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 737-783.

SHLEIFER, A.; WOLFENZON, D. (2000) "Investor Protection and Equity Markets" (National Bureau of Economic Research Working Paper No. 7974) <<http://ssrn.com/abstract=245448>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

SHORT, H. (1994), "Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms". En: *Journal of Economic Surveys*, vol. 8, No. 3, pp. 203-249.

STEER, P.; CABLE, J. (1978) "Internal Organization and Profit: An Empirical Analysis of Large U.K. Companies". En: *Journal of Industrial Economics*, vol. 27, No. 1, pp. 13-30.

SULLIVAN R.; SPONG, K. (1998) "How Does Ownership Structure and Manager Wealth Influence Risk?: A Look at Ownership Structure, Manager Wealth, and Risk in Commercial Banks". En: *Financial Industry Perspectives 1998* (Federal Reserve Bank of Kansas City Publication), pp. 15-40.

THOMSEN, S. (2004) "Corporate Values and Corporate Governance". En: *Corporate Governance. An International Review*, vol. 4, pp. 29-46.

THOMSEN, S. (2005): "Conflicts of Interest or Aligned Incentives? Blockholder Ownership, Dividends and Firm Value in the US and the EU". En: *European Business Organization Law Review*, vol. 6, No. 2, pp.201-225.

THONET, P.; POENSGEN, O. (1979) "Managerial Control and Economic Performance in West Germany". En: *Journal of Industrial Economics*, vol. 28, No. 1, pp. 23-37.

TRICKER, B. (1997) "Platitudes Parading as Paradigms". En: *Corporate Governance. An International Review*, vol. 1, pp. 2-4.

TROJANOWSKI, G. (2004) "Ownership Structure and Payout Policy in the UK" (EFMA 2004 Basel Meetings Paper) <<http://ssrn.com/abstract=498023>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

UCHIDA, K. (2006) "Determinants of Stock Option Use by Japanese Companies". En: *Review of Financial Economics*, vol. 15, No. 3, pp. 251-269.

VAN DER ELST, C. (2001), "Scale of Corporations, Industry-Specificities and Voting Blocks: A Private Benefit Approach" (Working paper 2001-10, Financial Law Institute, Ghent University) <<http://www.law.rug.ac.be/fli>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

WEISS, Y.; NIKITIN, G. (2001) "Effects of Ownership Composition on Performance: Evidence from Czech Republic". En: *Topics in Economic Analysis & Policy*, vol. 4, No.1, artículo 15 <<http://www.bepress.com/bejeap/topics/vol4/iss1/art15>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

WELCH, E. (2003) "The Relationship between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies". En: *Australian Journal of Management*, vol. 28, No. 3 <<http://www.agsm.edu.au/eajm/0312/pdf/welch.pdf>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

WIWATTANAKANTANG, Y. (2001) "The Ownership Structure of Thai Firms" (Center for Economic Institutions, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, Working Paper 8, 2001).

WU, S.; CUI, H. (2002) "Consequences of the Concentrated Ownership Structure in Mainland China. Evidence of Year 2000" (EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper; EFMA 2002 London Meetings) <<http://ssrn.com/abstract=302336>> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

YOSHIKAWA, T. (2003) "The Impact of Changes in Ownership and Control on Performance of the Japanese Corporation: Challenges to Agency Theory" <[http://www.research.smu.edu.sg/faculty/edge/corp\\_gov/papers/TheImpactofChange sinOwnershippyControlonPerformanceoftheJapaneseCorporation.pdf](http://www.research.smu.edu.sg/faculty/edge/corp_gov/papers/TheImpactofChange sinOwnershippyControlonPerformanceoftheJapaneseCorporation.pdf)> (última consulta: 28 de marzo de 2007).

ZAABAR, R. (2003) "How Does the Market Value Ownership Concentration? Evidence from France". Working Paper presentado en la conferencia ADRES Journées Doctorales, enero de 2004.

ZEMPLÍNEROVÁ, A.; LASTOVICKA, R.; MARCININ, A. (1995), "Restructuring of Czech Manufacturing Enterprises: An Empirical Survey" (CERGE-EI. Mimeo).

ZHANG, G. (1998) "Ownership Concentration, Risk Aversion and the Effect of Financial Structure on Investment Decisions". En: *European Economic Review*, vol. 42, No. 9, pp. 1751-1778.

ZHUANG, J.; EDWARDS, D.; CAPULONG, M. (2001) *Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*. Vol. 2. Manila: Asian Development Bank.

## Índice general

DECLARACIÓN .....	4
SUMARIO.....	5
SUMILLA.....	6
AGRADECIMIENTOS .....	8
INTRODUCCIÓN .....	10
El contexto internacional y la estructura de propiedad .....	11
Estructura corporativa en el Perú.....	12
La concentración de propiedad: Implicancias generales para las empresas .....	13
Introduciendo las preguntas de investigación .....	14
a. Motivación del estudio .....	15
b. Justificación del estudio .....	16
c. Preguntas de investigación .....	16
d. Premisas básicas de la investigación .....	17
e. Objetivos de la investigación .....	18
f. Limitaciones de la investigación .....	18
g. Metodología de la investigación.....	19
h. Esquema de la tesis .....	19
CAPÍTULO 1: REVISIÓN DE LA LITERATURA.....	21
1.1. Antecedentes del gobierno corporativo .....	22
1.2. Teoría de la firma .....	24
1.3. Teoría de agencia .....	26
1.4. La concentración de propiedad .....	27
1.4.1. Introducción .....	27
1.4.2. Determinantes de la concentración de propiedad.....	27
1.4.2.1 Concentración de propiedad y beneficios privados .....	27
1.4.2.2. Protección al inversionista minoritario a través de las determinantes legales.....	30
1.4.2.3. Determinantes políticas de la concentración de propiedad .....	32
1.4.2.4. Teoría de la protección de rentas.....	34
1.4.2.5. Las fortalezas del mercado como determinante de la propiedad difusa	35

1.4.2.6. La estructura óptima de la propiedad corporativa .....	37
1.4.2.7. Dependencia del sendero establecido inicialmente.....	37
1.4.2.8. Otras teorías sobre la concentración o dispersión de propiedad .....	39
1.4.3. Consecuencias de la concentración de propiedad .....	40
1.4.3.1. La concentración de la propiedad y los resultados de la empresa .....	40
1.4.3.2. Concentración de propiedad y el valor de la empresa .....	44
1.4.3.3. Concentración de propiedad y acceso a capital .....	45
1.4.3.4. Otras consecuencias de la concentración de propiedad .....	46
1.5. Riesgo .....	47
1.5.1. Introducción .....	47
1.5.2 Riesgo y concentración.....	48
1.6. Conclusiones .....	50
CAPÍTULO 2: ESTUDIO EXPLORATORIO .....	52
2.1. Introducción.....	52
2.2. Revisión de la literatura .....	53
2.3. Metodología.....	54
2.4. Data: análisis y discusión .....	56
2.4.1. General .....	56
2.4.2. Sectorial.....	59
2.4.2.1. Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).....	59
2.4.2.2. Bancos y financieras .....	60
2.4.2.3. Industrial.....	61
2.4.2.4. Mineras .....	62
2.4.2.5. Seguros.....	63
2.4.2.6. Servicios públicos.....	64
2.4.2.7. Empresas diversas.....	65
2.4.3. Identidad del accionista mayoritario.....	66
2.5. Conclusiones y futuros estudios .....	67
CAPÍTULO 3: DESARROLLO DE LAS HIPÓTESIS .....	69
3. 1. Introducción.....	69
3.2. Propositiones de la investigación .....	70
3.3. Estructura accionarial y resultados de la empresa .....	72
3.4. Estructura accionarial y riesgo .....	74

3. 5. Estructura accionarial y tamaño de la firma.....	76
3.6. Conclusiones.....	77
CAPÍTULO 4: DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN .....	80
4.1. Introducción.....	80
4.2. Desarrollo de las variables .....	80
4.2.1. Variable concentración de la propiedad.....	80
4.2.2. Variable tamaño de la firma .....	82
4.2.3. Variable desempeño .....	83
4.2.4. Variable riesgo de la firma .....	85
4.2.5. Variable riesgo político, social y económico del país .....	86
4.2.6. Variable edad de la empresa .....	88
4.3. Planteamiento del modelo .....	88
4.3.1. Linealidad del modelo.....	89
4.3.2. Causalidad.....	90
4.3.3. Modelo econométrico de panel de datos .....	91
4.3.4. Especificación del modelo general .....	93
4.3.5. Estudios empíricos sobre las determinantes de la concentración de propiedad.....	94
4.4. Conclusiones.....	97
CAPÍTULO 5: RESULTADOS EMPÍRICOS Y ANÁLISIS DE LA DATA.....	98
5.1. Introducción.....	98
5.2. La muestra .....	98
5.3. Estimación y análisis .....	99
5.3.1. Modelo 1 (general).....	99
5.3.2. Modelo 2 .....	100
5.3.3. Modelo 3 .....	102
5.3.4. Modelo 4 .....	103
5.3.5. Modelo 5 .....	104
5.3.6. Especificación, estimación y análisis del “mejor” modelo encontrado.....	105
5.4. Análisis del sentido de la causalidad entre concentración y desempeño .....	107
5.4.1. Análisis de causalidad a lo Granger.....	107
5.5 Conclusiones.....	111

CAPÍTULO 6: ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS .....	113
6.1. Introducción .....	113
6.2. Análisis y discusión a partir de las hipótesis planteadas .....	113
6.2.1. Hipótesis 1: estructura de propiedad y desempeño .....	113
6.2.2. Hipótesis 2 y 3: relación causal entre desempeño y concentración .....	116
6.2.3. Hipótesis 4: concentración de la propiedad y riesgo de la firma .....	117
6.2.4. Hipótesis 5: riesgo de la firma (rezagado) y concentración .....	118
6.2.5. Hipótesis 6: concentración y riesgo político, social y económico .....	119
6.2.6. Hipótesis 7: concentración de propiedad y tamaño de la firma .....	121
6.3. Conclusiones .....	122
CAPÍTULO 7: CONCLUSIONES Y PROPUESTA DE FUTURAS INVESTIGACIONES .....	123
7.1. Introducción .....	123
7.2 Conclusiones de la investigación .....	123
7.3. Implicancias para las políticas públicas .....	126
7.4. Limitaciones del estudio .....	128
7.5. Futuras investigaciones .....	128
7.6. Conclusiones .....	130
BIBLIOGRAFÍA .....	131
ÍNDICE GENERAL .....	147
ANEXO I .....	152
ANEXO II .....	153
ANEXO III .....	160
ANEXO IV .....	161
ANEXO V .....	162
ANEXO VI .....	163

ANEXO VII .....	164
ANEXO VIII .....	165

## ANEXO I

### Listado de empresas utilizadas en el Panel Data

N°	Razón Social	Codificación
<b>AFP</b>		
01	AFP Horizonte SA	AFP1
02	AFP Integra	AFP2
03	Profuturo AFP	AFP3

<b>Bancos y Financieras</b>		
04	Banco Continental	BF1
05	Banco de Comercio	BF2
06	Banco de Crédito del Perú	BF3
07	Banco del Trabajo	BF4
08	Banco Financiero del Perú	BF5
09	Banco Internacional del Perú SAA	BF6
10	Banco Wiese Sudameris SA	BF7

<b>Industrial</b>		
11	Solucion Financiera de Credito del P	BF8
12	Agribands Purina Peru S.A.	I1
13	Asea Brown Boveri S.A.	I2
14	Austral Group S.A.A.	I3
15	Cementos Lima S.A.	I4
16	Cementos Pacasmayo S.A.A.	I5
17	Cervecería San Juan S.A.A.	I6
18	Cía. Industrial Nuevo Mundo S.A.	I7
19	Clariant (PERU) S.A.	I8
20	Compañía Cervecera del Sur del Per	I9
21	Compañía Goodyear del Perú S.A.	I10
22	Compañía Industrial Textil Credisa -	I11
23	Compañía Manufacturera de Vidrio	I12
24	Compañía Universal Textil S.A.	I13
25	Conductores Eléctricos Peruanos S./	I14
26	Consorcio Industrial de Arequipa S./	I15
27	Consorcio Textil del Pacífico S.A. -	I16
28	Construcciones Electromecánicas de	I17
29	Corporación Aceros Arequipa S.A.	I18
30	Del Mar S.A.	I19
31	Derivados del Maiz S.A.	I20
32	Embotelladora Latinoamericana S.A	I21
33	Empresa de la Sal S.A.	I22
34	Empresa Editora El Comercio S.A.	I23
35	EXSA S.A.	I24
36	Fábrica Nacional de Acumuladores I	I25
37	Fábrica Peruana Eternit S.A.	I26
38	Filamentos Industriales S.A.	I27
39	FIMA S.A.	I28
40	Gloria S.A.	I29
41	Hidrostral S.A.	I30
42	Inca Tops S.A.	I31
43	Indeco S.A.	I32
44	Industria Textil Piura S.A.	I33
45	Industrias del Envase S.A.	I34
46	Industrias Eléctroquímicas S.A. - IEQ	I35
47	Industrias Vencedor S.A.	I36
48	Intravedco Industrial S.A.5	I37
49	IQF del Perú S.A.	I38
50	Kraft Foods Perú S.A.	I39
51	Lápices y Conexos S.A. - LAYCON	I40
52	Lima Caucho S.A.	I41
53	Maltería Lima S.A.	I42

N°	Razón Social	Codificación
54	Manufactura de Metales y Aluminios Record S	I43
55	Metalúrgica Peruana S.A. - MEPSA	I44
56	Michell y CIA S.A.	I45
57	Molitalia S.A.	I46
58	Moly-Cop Adesur S.A.	I47
59	Motores Diesel Andinos S.A.	I48
60	Owens - Illinois Perú S.A. 4	I49
61	Quimpac S.A.	I50
62	Sociedad Industrial de Artículos de Metal S.A.	I51
63	Tabacalera Nacional S.A.A. (Tanasa)	I52
64	Textil San Cristobal S.A.	I53
65	Ticino del Perú S.A.	I54

<b>Mineras</b>		
66	Castrovirreyna Compañía Minera S.A.	M1
67	Compañías de Minas Buenaventura S.A.A.5	M2
68	Compañía Minera Arcata S.A.5	M3
69	Compañía Minera Atacocha S.A.	M4
70	Compañía Minera Condestable S.A.	M5
71	Compañía Minera Milpo S.A.A.	M6
72	Compañía Minera Raura S.A.	M7
73	Compañía Minera San Ignacio de Morococha S	M8
74	Compañía Minera Santa Luisa	M9
75	Mármoles y Granitos S.A. (MYGSA)	M10
76	Minsur S.A.	M11
77	Perubar S.A.	M12
78	Sociedad Minera El Brocal S.A.	M13
79	Volcán Compañía Minera S.A.	M14

<b>Seguros</b>		
80	El Pacífico - Peruano Suiza Compañía de Segu	S1
81	Generalli Peru Compañía de Seguros y Reasegi	S2
82	La Positiva Seguros y Reaseguros S.A.	S3
83	MAPFRE PERU Compañía de Seguros y Reas	S4
84	Rimac - Internacional Compañía de Seguros y	S5
85	Royal & Sunalliance - Seguros FENIX	S6
86	SUL América Compañía de Seguros S.A.	S7

<b>Servicios Públicos</b>		
87	Bellsouth Peru S.A.	SP1
88	Telefónica del Perú S.A.A.7	SP2

<b>Empresas Diversas</b>		
89	Almacenera Peruana de Comercio S.A. - ALPE	ED1
90	Bayer S.A.	ED2
91	Credicorp Ltd.	ED3
92	Ferreiros S.A.	ED4
93	Inversiones Centenario S.A.A.	ED5
94	Inversiones en Turismo S.A. - Invertur	ED6
95	Inversiones Nacionales de Turismo S.A. - INTI	ED7
96	Inversiones Pacasmayo S.A.	ED8
97	Lima Sudameris Holding S.A.	ED9
98	LP Holding S.A.	ED10
99	Negocios e Inmuebles S.A.3	ED11
100	Red Bicolor de Telecomunicaciones	ED12
101	SAGA Falabella S.A.	ED13
102	Vidrios Planos del Perú S.A.	ED14
103	Wiese Sudameris Leasing S.A.	ED15



## ANEXO II

### Participación Accionista Mayoritario (PAM)

N°	Razón Social	Codificación	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>AFP</b>												
01	AFP Horizonte SA	AFP1	14.2	24.1	54.4	54.4	54.4	54.4	54.4	54.4	54.4	54.4
02	AFP Integra	AFP2	29.5	29.5	29.5	29.5	29.5	29.5	29.5	29.5	29.5	29.5
03	Profuturo AFP	AFP3	23.7	22.2	41.1	42.1	42.2	42.2	42.2	42.1	100.0	42.1

<b>Bancos y Financieras</b>												
04	Banco Continental	BF1	68.6	68.6	70.3	72.0	78.9	81.0	81.3	91.5	92.0	92.0
05	Banco de Comercio	BF2	73.8	73.8	79.0	79.0	79.0	93.6	94.8	98.5	99.4	99.4
06	Banco de Crédito de	BF3	90.3	90.4	90.6	90.6	90.4	90.6	90.6	96.2	96.2	96.2
07	Banco del Trabajo	BF4	70.0	80.1	80.4	80.4	80.4	80.4	80.4	84.4	84.4	95.0
08	Banco Financiero de	BF5	37.4	48.3	59.8	59.8	85.2	87.3	90.5	98.8	98.8	98.8
09	Banco Internacional	BF6	91.0	91.0	91.0	91.0	91.0	92.7	92.7	92.7	86.2	83.1
10	Banco Wiese Sudan	BF7	10.0	17.8	28.1	64.8	64.8	69.9	64.7	58.5	71.3	82.3

<b>Industrial</b>												
11	Solucion Financiera	BF8	99.6	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	100.0	100.0	100.0
12	Agribands Purina I	II	100.0	99.9	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
13	Asea Brown Boveri	I2	55.2	55.2	55.2	55.2	55.0	55.2	55.2	55.0	55.0	55.2
14	Austral Group S.A.	I3	24.9	24.9	24.9	24.9	16.0	16.0	12.6	12.6	12.6	86.4
15	Cementos Lima S.A	I4	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0
16	Cementos Pacasmay	I5	61.0	61.0	61.0	61.0	61.2	61.2	61.2	61.2	61.2	61.2
17	Cervecería San Juan	I6	71.8	71.8	78.2	80.8	81.1	81.1	81.4	82.2	82.3	82.6
18	Cía. Industrial Nuev	I7	36.7	36.7	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5	33.3	33.3	33.3
19	Clariant (PERU) S.	I8	100.0	100.0	99.8	99.8	99.8	99.8	99.8	99.8	99.8	99.8
20	Compañía Cervecer	I9	22.4	22.4	22.4	22.4	89.1	97.9	98.0	98.2	98.2	98.2
21	Compañía Goodyea	I10	99.9	99.9	99.9	99.9	100.0	99.9	99.9	99.9	99.9	99.9
22	Compañía Industria	I11	23.5	29.6	29.6	35.9	35.9	72.6	73.5	79.4	79.8	79.8
23	Compañía Manufac	I12	46.7	46.7	46.7	49.8	98.9	99.0	99.0	99.0	99.0	99.0
24	Compañía Universa	I13	18.1	18.1	18.1	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
25	Conductores Eléctri	I14	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1	49.1
26	Consorcio Industria	I15	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4
27	Consorcio Textil de	I16	24.7	24.7	24.7	24.7	24.7	47.9	47.8	47.8	47.8	47.8
28	Construcciones Elec	I17	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
29	Corporación Aceros	I18	14.9	14.9	15.8	15.8	15.8	15.8	15.8	15.8	15.8	15.8
30	Del Mar S.A.	I19	28.9	31.6	31.6	31.6	31.6	31.6	56.7	56.7	56.7	56.7
31	Derivados del Maiz	I20	83.3	83.3	83.3	52.8	83.3	56.9	56.9	56.9	56.9	56.9
32	Embotelladora Lati	I21	30.0	53.5	33.5	32.1	72.0	80.7	80.7	80.7	80.7	80.7
33	Empresa de la Sal S	I22	95.0	96.2	96.2	96.1	96.1	96.1	96.1	96.1	96.1	96.1
34	Empresa Editora El	I23	6.7	6.7	7.0	7.0	7.0	8.5	8.5	8.2	8.2	8.2
35	EXSA S.A.	I24	20.9	20.9	20.9	20.9	20.9	20.9	20.9	20.9	20.9	20.9
36	Fábrica Nacional de	I25	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	16.9
37	Fábrica Peruana Ete	I26	67.5	67.5	67.5	99.6	99.6	99.6	99.6	99.6	99.6	99.6
38	Filamentos Industri	I27	100.0	100.0	100.0	99.0	99.0	100.0	99.0	99.0	99.0	99.0
39	FIMA S.A.	I28	45.0	45.0	45.0	45.0	33.4	33.4	33.4	33.4	33.4	33.4
40	Gloria S.A.	I29	83.3	83.3	83.3	83.3	79.9	77.6	75.6	75.5	75.5	75.6
41	Hidrostral S.A.	I30	32.1	32.1	33.1	33.1	33.1	51.6	51.6	51.6	99.8	51.6
42	Inca Tops S.A.	I31	54.5	24.8	90.6	90.6	90.4	90.6	91.7	91.4	97.0	96.8
43	Indeco S.A.	I32	91.9	93.7	100.0	100.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
44	Industria Textil Piu	I33	33.3	33.3	32.3	33.3	33.3	33.3	33.3	33.3	33.3	33.3
45	Industrias del Envas	I34	89.2	89.5	89.5	91.7	94.4	94.4	94.4	94.4	94.4	94.4
46	Industrias Electrici	I35	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	60.0
47	Industrias Vencedor	I36	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
48	Intradevco Industria	I37	98.4	98.7	98.7	98.7	98.7	98.8	98.8	98.8	98.8	99.0
49	IQF del Perú S.A.	I38	40.1	39.8	39.5	39.3	39.2	39.2	39.2	23.8	31.0	31.0
50	Kraft Foods Perú S.	I39	98.4	98.4	98.4	98.4	98.4	98.4	98.4	98.4	98.4	98.5
51	Lápices y Conexos	I40	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2	23.2
52	Lima Caucho S.A.	I41	71.1	71.1	71.1	71.1	13.3	71.1	71.1	71.1	71.1	71.1
53	Maltería Lima S.A.	I42	50.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

N°	Razón Social	Codificación	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
54	Manufactura de Metales y Alu	I43	16.4	16.4	16.4	17.9	17.9	17.9	17.9	17.9	17.9	17.9
55	Metalúrgica Peruana S.A. - M	I44	86.7	43.8	43.8	43.8	43.8	43.8	44.0	44.0	44.0	44.0
56	Michell y CIA S.A.	I45	21.1	21.1	10.0	21.1	18.1	74.2	17.9	17.9	17.9	17.9
57	Molitalia S.A.	I46	66.6	66.6	100.0	100.0	54.8	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
58	Moly-Cop Adesur S.A.	I47	74.1	74.1	74.1	74.1	74.1	74.1	74.1	74.1	74.1	74.1
59	Motores Diesel Andinos S.A.	I48	48.2	48.2	48.2	48.2	48.2	48.2	48.2	48.2	48.2	48.2
60	Owens - Illinois Perú S.A. 4	I49	71.7	71.7	72.0	72.0	95.5	72.0	95.5	95.5	95.5	95.2
61	Quimpac S.A.	I50	88.5	88.5	88.5	88.5	88.5	88.5	88.5	88.5	88.5	88.5
62	Sociedad Industrial de Articul	I51	37.6	37.6	39.8	39.8	39.8	52.1	52.1	52.1	52.1	52.1
63	Tabacalera Nacional S.A.A. C	I52	47.5	48.2	57.2	57.9	57.9	57.9	58.6	58.7	58.7	58.7
64	Textil San Cristobal S.A.	I53	86.1	48.5	48.0	48.0	42.8	42.8	43.0	43.0	43.0	38.6
65	Ticino del Perú S.A.	I54	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0

<b>Mineras</b>												
66	Castrovirreyna Compañía Mir	M1	26.7	44.1	26.7	26.7	26.7	26.7	14.0	14.0	14.0	18.0
67	Compañías de Minas Buenave	M2	21.0	38.5	17.6	15.2	15.1	48.2	48.2	14.0	14.0	14.0
68	Compañía Minera Arcata S.A	M3	35.0	50.4	49.3	50.4	50.4	49.3	62.5	81.0	81.0	81.0
69	Compañía Minera Atacocha S	M4	12.1	12.1	19.6	18.0	18.0	18.0	48.3	15.8	16.6	12.1
70	Compañía Minera Condestabl	M5	24.7	25.7	24.9	24.9	30.8	38.8	47.8	42.7	73.4	75.5
71	Compañía Minera Milpo S.A.	M6	10.1	10.1	10.1	12.6	15.1	15.4	15.4	18.5	12.8	10.5
72	Compañía Minera Raura S.A.	M7	62.2	62.2	62.2	62.2	64.3	62.3	62.3	62.3	62.2	62.3
73	Compañía Minera San Ignaci	M8	50.7	50.7	50.7	50.7	50.7	45.8	45.8	54.2	44.8	44.8
74	Compañía Minera Santa Luisa	M9	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0
75	Mármoles y Granitos S.A. (M	M10	31.8	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	13.4
76	Minsur S.A.	M11	98.7	98.7	98.7	98.7	98.7	98.8	98.7	98.7	98.7	98.7
77	Perubar S.A.	M12	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
78	Sociedad Minera El Brocal S.	M13	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	51.1	51.1
79	Volcán Compañía Minera S.A	M14	22.9	24.3	24.9	24.9	24.9	12.7	24.9	25.8	25.8	25.8

<b>Seguros</b>												
80	El Pacifico - Peruano Suiza C	S1	75.8	75.7	75.7	75.7	75.7	75.7	75.7	75.7	75.7	75.7
81	Generalli Peru Compañía de S	S2	51.1	51.1	51.1	51.1	67.4	71.6	71.6	71.6	71.6	98.1
82	La Positiva Seguros y Reasegu	S3	12.8	12.8	12.6	12.6	13.5	13.0	13.0	13.0	13.0	13.8
83	MAPFRE PERU Compañía d	S4	11.6	11.6	51.0	51.3	51.3	80.8	78.1	80.8	98.9	99.0
84	Rimac - Internacional Compai	S5	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7
85	Royal & Sunalliance - Seguro	S6	19.2	22.0	64.9	64.9	64.9	64.9	64.9	64.9	65.0	65.0
86	SUL América Compañía de Si	S7	92.0	92.0	92.0	92.0	92.0	92.0	92.0	92.0	92.0	92.0

<b>Servicios Públicos</b>												
87	Bellsouth Peru S.A.	SP1	39.5	59.3	59.0	59.0	96.8	97.4	97.4	97.4	97.4	97.4
88	Telefónica del Perú S.A.A.7	SP2	35.0	35.0	35.0	36.1	38.9	49.5	49.5	49.5	100.0	100.0

Empresas Diversas												
89	Almacenera Peruana de Come	ED1	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
90	Bayer S.A.	ED2	92.4	92.4	92.4	92.4	92.4	94.2	94.2	94.2	92.4	86.6
91	Credicorp Ltd.	ED3	23.6	10.8	33.7	33.7	33.7	37.8	35.1	37.8	38.1	38.9
92	Ferreyyros S.A.	ED4	8.2	15.2	11.3	7.6	8.1	11.7	13.1	11.7	11.4	13.2
93	Inversiones Centenario S.A.A	ED5	5.7	5.7	5.7	5.7	11.1	11.1	11.1	11.1	11.2	11.2
94	Inversiones en Turismo S.A. -	ED6	40.3	24.1	25.0	32.3	37.3	34.2	34.2	34.2	34.2	25.0
95	Inversiones Nacionales de Tur	ED7	25.9	24.9	24.9	24.9	24.9	32.3	32.3	32.3	32.3	33.5
96	Inversiones Pacasmayo S.A.	ED8	36.2	36.2	41.2	35.1	23.9	49.6	41.2	49.6	49.6	49.6
97	Lima Sudameris Holding S.A.	ED9	99.7	99.7	99.7	99.7	37.1	47.4	41.3	47.4	49.3	49.3
98	LP Holding S.A.	ED10	74.7	76.3	77.1	74.9	72.7	76.1	76.9	76.1	76.1	76.3
99	Negocios e Inmuebles S.A.3	ED11	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	13.0	17.6
100	Red Bicolor de Telecomunica	ED12	27.0	53.1	53.1	53.1	53.1	53.1	53.1	53.1	53.1	53.1
101	SAGA Falabella S.A.	ED13	76.7	78.9	79.6	80.0	81.1	81.7	81.7	81.7	81.7	95.4
102	Vidrios Planos del Perú S.A.	ED14	40.4	40.4	40.3	40.3	66.5	71.5	71.5	71.5	71.5	71.5
103	Wiese Sudameris Leasing S.A	ED15	40.9	40.9	40.9	41.6	80.3	99.8	99.8	99.8	99.8	99.9

# Capitalización Bursátil (CB)

N°	Razón Social	Codificación	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>AFP</b>												
01	AFP Horizonte SA	AFP1	200.3	336.0	64.6	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3
02	AFP Integra	AFP2	42.3	26.5	29.5	204.2	33.0	240.9	36.4	36.4	36.4	262.5
03	Profuturo AFP	AFP3	63.6	188.3	201.1	221.6	254.5	321.3	320.8	321.7	322.7	331.7

## Bancos y Financieras

04	Banco Continental	BF1	851.9	1,128.2	1,413.1	1,043.8	1,439.6	1,228.0	1,035.8	1,246.6	1,434.7	2,390.7
05	Banco de Comercio	BF2	25.8	23.3	23.7	10.0	24.7	90.2	31.5	108.5	67.5	35.3
06	Banco de Crédito de	BF3	1,554.7	2,301.0	2,536.0	1,584.0	2,671.0	1,216.2	1,539.5	2,066.8	2,669.3	3,679.3
07	Banco del Trabajo	BF4	13.1	13.1	26.0	26.0	26.0	45.2	29.3	49.3	57.0	66.6
08	Banco Financiero de	BF5	84.7	134.8	76.7	45.2	77.9	98.4	158.0	158.0	153.0	159.3
09	Banco Internacional	BF6	335.7	486.0	610.4	320.9	347.8	290.7	1,444.3	208.3	338.1	391.6
10	Banco Wiese Sudan	BF7	894.1	982.3	914.3	481.8	503.2	1,279.9	587.0	726.8	286.4	1,497.1

## Industrial

11	Solucion Financiera	BF8	38.5	11.8	18.7	33.8	52.0	54.3	55.0	55.0	56.0	10.0
12	Agribrenda Purina F	I1	0.8	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
13	Asea Brown Boveri	I2	4.0	4.8	4.7	3.0	3.7	7.4	7.4	7.4	7.4	0.6
14	Austral Group S.A.	I3	175.0	210.0	591.5	356.2	99.9	48.3	42.9	25.7	54.0	29.0
15	Cementos Lima S.A	I4	728.8	1,141.4	1,974.5	1,418.7	1,971.2	1,402.0	1,559.8	2,215.8	2,529.6	2,434.7
16	Cementos Pacasmay	I5	433.4	403.8	634.8	539.6	896.8	444.2	392.6	531.7	590.2	894.8
17	Cervecería San Juar	I6	123.4	39.3	105.3	96.7	111.5	102.8	118.1	154.0	207.3	240.3
18	Cía. Industrial Nuev	I7	2.2	2.4	1.3	3.3	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
19	Clariant (PERU) S.	I8	1.2	1.4	1.1	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
20	Compañía Cervecer	I9	430.6	360.3	379.6	177.8	207.8	243.3	275.5	292.1	253.2	490.1
21	Compañía Goodyear	I10	12.0	21.1	40.0	25.1	43.0	12.4	20.8	20.3	27.8	25.4
22	Compañía Industria	I11	29.6	30.3	59.8	120.6	172.3	166.8	181.6	181.9	186.0	150.0
23	Compañía Manufac	I12	29.4	32.4	42.6	24.5	50.5	56.7	195.3	24.3	18.5	13.4
24	Compañía Universa	I13	44.4	40.2	50.7	49.4	48.1	49.3	90.1	37.1	75.7	61.0
25	Conductores Eléctri	I14	43.6	45.1	70.0	70.3	38.9	49.9	51.7	51.7	51.7	51.7
26	Consorcio Industria	I15	0.9	1.0	0.9	1.7	1.7	1.1	2.0	1.0	2.0	2.0
27	Consorcio Textil de	I16	1.5	1.5	1.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1
28	Construcciones Elec	I17	0.5	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.7	1.7	1.7	1.7
29	Corporación Aceros	I18	56.6	96.6	197.9	157.0	116.1	211.1	133.7	161.9	228.8	716.3
30	Del Mar S.A.	I19	15.9	15.9	55.1	55.1	55.1	74.9	52.2	52.2	52.2	52.2
31	Derivados del Maíz	I20	1.3	1.2	1.8	1.7	1.9	2.0	2.1	4.1	4.2	4.2
32	Embotelladora Latín	I21	348.0	534.2	1,461.0	858.1	709.8	275.8	278.8	336.2	642.5	776.2
33	Empresa de la Sal S	I22	9.2	13.1	15.2	15.9	18.1	14.6	19.8	15.9	19.8	17.6
34	Empresa Editora El	I23	60.5	144.5	87.4	70.1	40.3	31.9	27.3	36.2	28.6	27.3
35	EXSA S.A.	I24	68.0	66.5	89.6	41.2	55.2	149.3	47.9	75.0	86.5	176.0
36	Fábrica Nacional de	I25	3.3	2.7	3.6	3.1	0.4	0.4	4.2	4.9	10.0	4.9
37	Fábrica Peruana Ete	I26	37.9	9.2	9.2	13.5	8.3	3.4	3.4	3.2	3.4	4.6
38	Filamentos Industri	I27	5.4	2.8	3.3	3.8	4.3	4.3	5.1	7.2	8.7	8.6
39	FIMA S.A.	I28	8.3	4.7	3.8	5.2	15.4	16.2	12.2	12.2	12.2	1.0
40	Gloria S.A.	I29	30.4	33.6	34.6	21.7	18.7	39.2	17.2	23.8	58.4	80.0
41	Hidrostral S.A.	I30	1.5	1.5	3.2	2.1	6.9	1.7	7.7	7.7	7.9	7.9
42	Inca Tops S.A.	I31	1.8	1.8	1.7	3.6	3.6	3.6	3.8	3.8	4.0	4.4
43	Indeco S.A.	I32	18.0	21.6	11.3	8.9	8.5	9.6	8.8	3.5	8.1	6.2
44	Industria Textil Piu	I33	33.1	18.2	24.6	26.0	56.1	59.2	61.5	19.7	37.5	45.7
45	Industrias del Envas	I34	27.9	30.2	33.6	41.1	56.4	40.1	50.3	50.3	49.0	49.0
46	Industrias Eléctric	I35	2.0	6.0	2.5	13.4	13.4	13.4	1.7	13.4	13.4	13.4
47	Industrias Vencedor	I36	5.0	3.2	6.9	8.7	2.7	2.8	3.0	3.8	3.8	3.9
48	Intradevco Industria	I37	11.3	2.0	2.8	2.8	2.8	13.5	16.6	18.0	19.6	22.1
49	IQF del Perú S.A.	I38	10.1	22.9	27.4	23.3	26.0	26.0	26.0	26.0	27.6	29.0
50	Kraft Foods Perú S.	I39	3.7	2.7	4.2	1.5	1.7	2.4	2.4	19.4	16.3	15.1
51	Lápicos y Conexos	I40	1.3	1.1	1.2	1.2	2.3	0.9	2.3	2.3	2.4	2.4
52	Lima Caucho S.A.	I41	6.1	4.6	4.3	4.7	11.7	1.3	13.1	13.1	1.7	1.8
53	Maltería Lima S.A.	I42	1.2	2.0	1.9	1.2	1.4	2.2	4.9	5.2	5.6	9.6

N°	Razón Social	Codificación	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
54	Manufactura de Metales y Alt	I43	0.6	0.6	0.6	1.0	2.4	2.5	7.1	9.0	9.0	9.2
55	Metallúrgica Peruana S.A. - M	I44	2.2	7.2	7.0	2.6	18.4	18.4	18.4	18.4	18.4	18.4
56	Michell y CIA S.A.	I45	3.2	4.0	3.9	1.8	7.8	0.8	3.3	0.9	3.3	3.3
57	Molitalla S.A.	I46	2.4	4.8	2.6	2.8	5.7	6.7	7.0	4.9	4.9	4.9
58	Moly-Cop Adesur S.A.	I47	6.1	7.3	6.6	7.7	8.2	11.3	14.3	15.6	16.8	16.8
59	Motors Diesel Andinos S.A.	I48	1.9	1.7	1.8	0.7	3.4	0.8	4.3	0.3	2.0	1.4
60	Owens - Illinois Perú S.A. 4	I49	3.4	3.7	2.8	2.8	1.3	2.2	1.7	0.3	0.8	1.4
61	Quimpac S.A.	I50	24.1	103.6	48.3	114.7	111.8	135.0	150.7	81.2	147.2	163.3
62	Sociedad Industrial de Articul	I51	0.3	1.1	0.6	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
63	Tabacalera Nacional S.A.A. (	I52	29.8	26.3	40.8	22.3	46.0	63.7	39.2	39.2	60.5	7.6
64	Textil San Cristobal S.A.	I53	20.8	79.7	108.1	73.7	73.7	168.2	168.0	177.7	80.8	80.8
65	Ticino del Perú S.A.	I54	0.9	0.8	1.8	1.9	2.4	2.0	1.3	1.0	1.1	1.1

## Mineras

66	Castrovirreyra Compañía Mir	M1	32.5	52.7	47.9	22.5	28.8	20.4	21.6	22.0	7.6	11.5
67	Compañías de Minas Buenav	M2	1,577.1	2,643.1	2,724.2	2,573.0	3,968.8	3,106.9	4,404.8	6,394.6	#####	#####
68	Compañía Minera Arcata S.A	M3	129.5	151.7	85.9	67.6	69.6	69.9	65.6	24.4	58.8	58.8
69	Compañía Minera Atacocha S	M4	69.7	115.1	389.2	172.8	208.5	76.1	155.1	163.0	313.9	596.1
70	Compañía Minera Condestabl	M5	15.0	11.3	24.2	13.5	13.5	13.5	17.9	35.2	31.6	69.6
71	Compañía Minera Milpo S.A.	M6	242.3	260.3	505.6	260.4	450.2	212.8	79.1	88.7	448.4	841.5
72	Compañía Minera Raura S.A.	M7	6.9	55.3	98.1	25.4	34.4	22.3	15.6	22.3	22.3	18.5
73	Compañía Minera San Ignaci	M8	29.4	35.5	69.1	24.5	47.4	11.5	4.3	3.3	8.0	18.6
74	Compañía Minera Santa Luis	M9	0.7	6.0	13.2	5.0	7.6	6.6	0.7	0.7	8.7	7.8
75	Mármoles y Granitos S.A. (M	M10	0.4	0.6	0.8	1.2	0.5	1.9	0.6	0.6	0.6	0.7
76	Minsur S.A.	M11	399.9	548.6	352.8	384.6	608.0	457.6	353.1	656.2	1,111.9	1,691.6
77	Perubar S.A.	M12	30.9	31.7	44.2	28.1	32.9	15.8	17.1	13.0	16.4	23.5
78	Sociedad Minera El Brocal S.	M13	13.1	28.5	24.4	22.5	57.7	57.1	370.6	222.7	30.4	675.7
79	Volcán Compañía Minera S.A	M14	21.8	75.9	772.1	404.0	841.4	931.8	789.6	303.2	534.2	1,076.6

## Seguros

80	El Pacífico - Peruano Suiza C	S1	386.9	326.0	322.4	269.1	183.8	193.9	231.2	227.8	237.1	221.3
81	Generalli Peru Compañía de S	S2	25.9	36.2	38.6	38.6	67.5	87.7	91.1	91.1	71.8	84.7
82	La Positiva Seguros y Reaseg	S3	43.4	51.9	65.8	77.7	93.6	93.7	108.6	92.6	78.7	66.9
83	MAPPFER PERU Compañía d	S4	21.0	23.0	34.9	39.1	33.4	87.7	48.6	44.4	17.5	19.2
84	Rimac - Internacional Compai	S5	69.3	175.5	148.1	80.0	120.7	91.2	71.3	156.2	272.0	265.5
85	Royal & Sunalliance - Seguro	S6	171.1	167.7	273.8	90.0	96.0	101.0	101.0	101.0	131.1	141.1
86	SUL América Compañía de S	S7	18.5	20.8	23.2	4.9	26.0	27.4	28.5	26.2	28.3	28.3

## Servicios Públicos

87	Bellsouth Peru S.A.	SP1	276.6	490.7	602.2	339.1	857.7	1,188.4	1,188.4	274.3	1,188.4	1,188.4
88	Telefónica del Perú S.A.A.7	SP2	8,333.7	8,333.7	#####	6,852.4	6,488.0	3,582.1	1,595.7	1,269.5	2,121.7	2,426.0

## Empresas Diversas

89	Almacenera Peruana de Come	ED1	3.5	4.1	4.8	6.7	7.2	7.6	7.9	7.8	7.9	8.0
90	Bayer S.A.	ED2	2.2	1.3	1.0	2.0	1.1	2.7	1.0	1.0	1.0	1.0
91	Credicorp Ltd.	ED3	2,057.7	2,851.9	4,231.7	2,506.9	3,557.5	1,956.8	2,842.6	3,140.5	4,328.7	4,887.7
92	Ferreiros S.A.	ED4	169.7	198.5	355.5	417.8	296.2	74.5	61.5	74.5	153.7	414.2
93	Inversiones Centenario S.A.A	ED5	65.2	69.9	130.6	88.0	84.6	52.7	53.3	64.6	92.4	129.5
94	Inversiones en Turismo S.A. -	ED6	15.8	17.9	8.6	27.9	46.2	36.6	21.7	3.9	3.9	3.8
95	Inversiones Nacionales de Tur	ED7	49.7	45.6	51.5	50.2	50.7	57.4	62.0	62.0	62.0	63.5
96	Inversiones Pacasmayo S.A.	ED8	43.8	34.8	60.2	25.3	65.2	96.5	61.5	72.4	80.5	65.2
97	Lima Sudameris Holding S.A.	ED9	3.8	3.2	33.2	19.8	1,566.5	1,928.5	2,432.2	2,827.1	3,409	340.9
98	LP Holding S.A.	ED10	49.0	82.9	140.2	188.6	134.6	162.8	172.8	172.8	172.8	190.0
99	Negocios e Inmuebles S.A.3	ED11	99.1	97.3	106.5	68.4	75.5	166.0	166.0	166.0	83.0	78.0
100	Red Bicolor de Telecomunica	ED12	0.6	1.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
101	SAGA Falabella S.A.	ED13	27.4	68.6	127.2	109.3	95.3	102.7	106.6	102.5	132.5	142.9
102	Vidrios Planos del Perú S.A.	ED14	10.7	10.7	26.4	32.1	21.7	46.0	49.1	69.1	178.5	74.6
103	Wiese Wiesner Leasing S.A	ED15	48.7	105.7	117.0	186.9	61.8	124.8	140.0	140.0	240.5	90.0

## Retorno sobre activos (ROA)

N°	Razón Social	Codificación	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>AFP</b>												
01	AFP Horizonte SA	AFP1	-0.1284	-0.2206	0.2853	0.2811	0.0152	0.4321	0.4490	0.4792	0.5175	0.4591
02	AFP Integra	AFP2	0.0640	0.0203	0.3076	0.3269	0.3384	0.4188	0.4791	0.4553	0.4920	0.3943
03	Profuturo AFP	AFP3	-0.2329	-0.3186	-0.1839	-0.4183	0.0243	0.2384	0.4723	0.2933	0.4647	0.3049

<b>Bancos y Financieras</b>												
04	Banco Continental	BF1	0.0250	0.0230	0.0150	0.0099	0.0077	0.0023	0.0067	0.0093	0.0139	0.0173
05	Banco de Comercio	BF2	0.0010	0.0079	0.0076	0.0007	0.0008	0.0005	0.0008	0.0025	0.0040	0.0142
06	Banco de Crédito d	BF3	0.0225	0.0251	0.0173	0.0095	0.0064	0.0042	0.0108	0.0123	0.0150	0.0147
07	Banco del Trabajo	BF4	0.0639	0.0661	0.0438	0.0132	0.0283	0.0285	0.0098	0.0396	0.0401	0.0361
08	Banco Financiero d	BF5	0.0044	0.0055	0.0111	0.0038	0.0031	0.0009	-0.0108	0.0032	0.0050	0.0090
09	Banco Internacional	BF6	0.0251	0.0241	0.0197	0.0104	0.0020	0.0007	0.0024	0.0068	0.0098	0.0115
10	Banco Wiese Sudan	BF7	0.0189	0.0142	0.0089	0.0060	0.0010	0.0010	-0.0041	0.0025	0.0008	0.0009

<b>Industrial</b>												
11	Solucion Financiera	BF8	0.0465	-0.0105	-0.1376	0.0071	0.0510	0.0743	0.0704	0.0671	0.0690	-0.0054
12	Agribands Purina F	I1	0.0270	-0.0274	0.0078	0.0078	-0.1129	-0.2031	-0.2437	-0.1452	0.1857	0.1857
13	Asea Brown Boveri	I2	0.0944	0.0428	0.0007	-0.0306	0.0016	-0.0776	0.0190	-0.0258	0.0174	-0.0412
14	Austral Group S.A..	I3	0.0940	0.1443	0.0647	-0.0832	-0.0832	-0.0736	-0.0516	-0.0021	-0.1376	0.2355
15	Cementos Lima S.A	I4	0.1760	0.1443	0.1517	0.1306	0.1047	0.0930	0.0700	0.0964	0.0950	0.0979
16	Cementos Pacasma	I5	0.1896	0.1515	0.1960	0.0818	0.0643	0.0748	0.0697	0.0985	0.0804	0.0743
17	Cervecería San Juar	I6	0.1643	-0.0457	0.1032	0.1174	0.1220	0.1058	0.1019	0.1436	0.1083	0.1891
18	Cia. Industrial Nuev	I7	0.0018	0.0056	0.0648	0.0658	-0.0121	0.0047	0.0018	0.0231	0.0056	0.0002
19	Clariant (PERU) S..	I8	0.0026	0.0012	-0.0491	-0.1638	0.0153	0.1262	0.0669	0.1095	0.1095	0.1095
20	Compañía Cervecer	I9	0.0534	0.0420	0.0375	0.0243	0.0000	-0.0756	0.0366	0.0907	0.0823	0.0654
21	Compañía Goodyear	I10	0.1542	0.1814	0.1841	0.1815	0.1165	0.0842	0.0782	0.0891	0.0404	-0.0040
22	Compañía Industrial	I11	-0.0525	0.0427	0.0631	0.0014	-0.0496	0.0374	0.0315	0.0125	0.0578	0.0371
23	Compañía Manufac	I12	-0.0258	-0.0729	-0.0078	0.0108	-0.4000	-0.3794	0.0148	0.5778	0.5778	0.5778
24	Compañía Universa	I13	0.1312	0.0700	0.2120	0.0751	0.0304	0.0376	0.0117	0.0044	-0.0262	0.0233
25	Conductores Eléctri	I14	0.0657	0.0546	0.0018	0.0018	-0.0679	-0.0372	-0.0709	-0.0686	-0.0686	-0.0686
26	Consorcio Industria	I15	0.1247	0.1248	0.1691	0.1288	0.1608	0.1592	0.1558	0.1982	0.1592	0.1039
27	Consorcio Textil de	I16	0.0219	0.0059	0.0005	-0.0448	-0.0803	-0.2163	-0.4768	-0.1390	0.5296	0.5296
28	Construcciones Ele	I17	0.0246	0.0051	-0.2648	-0.0291	-0.0143	0.0065	0.0111	0.0526	0.0040	0.0088
29	Corporación Aceros	I18	0.0626	0.0051	0.0544	0.0104	-0.0108	0.0385	0.1222	0.0640	0.0622	0.1398
30	Del Mar S.A.	I19	0.1522	0.1270	-0.0407	-0.0736	-0.0832	-0.0453	-0.0619	-0.0294	-0.0691	-0.0361
31	Derivados del Maiz	I20	0.0450	-0.0269	0.0969	0.0995	0.0431	0.0204	0.0298	0.0188	0.0173	0.0270
32	Embotelladora Lati	I21	-0.0270	-0.0747	-0.0085	-0.0327	-0.0419	-0.0292	-0.0140	-0.0044	-0.0559	-0.0948
33	Empresa de la Sal S	I22	-0.1212	-0.0218	0.0602	0.0119	0.0319	0.0288	0.0532	0.1059	0.0682	0.0547
34	Empresa Editora El	I23	0.1384	0.2342	0.1430	0.0990	0.0404	0.0859	0.0541	0.0517	0.0460	0.0145
35	EXSA S.A.	I24	0.0659	0.1051	0.1233	0.0581	0.0682	0.0854	0.0768	0.0834	0.0984	0.1124
36	Fábrica Nacional de	I25	0.1800	0.1217	0.1590	0.1320	0.1293	0.1480	0.1095	0.1457	0.1128	0.1085
37	Fábrica Peruana Ete	I26	0.0593	0.0467	0.0975	0.0766	-0.0124	-0.0019	0.0047	0.0504	0.0012	0.0086
38	Filamentos Industri	I27	0.1023	-0.0599	0.1087	0.0487	0.0967	0.1035	0.0942	0.0578	0.0556	0.0560
39	FIMA S.A.	I28	0.0483	-0.0025	0.0163	0.0518	-0.0345	-0.1017	-0.0032	-0.1397	-0.0226	0.0011
40	Gloria S.A.	I29	0.1550	0.0658	0.0878	0.0431	0.0364	0.0476	0.0395	0.0696	0.0906	0.0850
41	Hidrostal S.A.	I30	0.0596	0.0237	0.1321	0.0874	0.0328	0.0170	0.0064	0.0145	0.0128	0.0132
42	Inca Tops S.A.	I31	-0.1241	-0.0947	0.0406	-0.0385	0.0573	0.0578	0.0086	0.0192	0.0295	0.0468
43	Indeco S.A.	I32	0.0505	0.0211	0.0192	0.0063	-0.0298	0.0341	0.0403	0.0417	0.0329	0.0740
44	Industria Textil Piu	I33	0.0325	-0.0002	0.0619	0.0003	0.0003	0.0179	0.0197	0.0089	-0.0078	0.0614
45	Industrias del Envas	I34	0.0137	-0.0106	0.0012	0.0073	0.0318	-0.0116	-0.0278	0.0440	0.0568	0.0207
46	Industrias Electric	I35	-0.0509	-0.0046	1.0254	1.0418	0.0114	-0.0137	0.0164	-0.0202	0.0432	0.0361
47	Industrias Vencedo	I36	0.0387	0.0578	0.0652	0.0486	0.0627	-0.0198	0.0700	0.0692	0.0536	0.0419
48	Intradevco Industria	I37	0.0409	0.1397	0.1195	0.0015	-0.1686	0.0591	0.0670	0.0439	0.0658	0.0863
49	IQF del Perú S.A.	I38	0.0222	0.0312	0.0336	-0.0082	0.0775	0.0172	0.0246	0.0705	0.1310	0.0683
50	Kraft Foods Perú S.	I39	0.0471	0.1309	0.0686	0.0004	0.0195	0.1063	0.1288	0.1856	0.0820	-0.0547
51	Lámpices y Conexos	I40	0.0748	0.0550	0.0774	0.0392	0.0665	0.0670	0.0552	0.0540	0.0365	0.0182
52	Lima Caucho S.A.	I41	-0.0241	-0.0371	-0.0562	0.0419	0.0027	0.0558	-0.0358	0.0133	-0.0594	-0.0847
53	Maltería Lima S.A.	I42	0.0448	0.0497	0.0129	0.0091	0.0002	0.0123	0.0173	0.0229	0.0295	0.0295

N°	Razón Social	Codificación	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
54	Manufactura de Metales y Alu	I43	-0.0899	-0.0823	0.0487	0.0142	0.0113	0.0007	0.0008	-0.0369	-0.0200	0.0115
55	Metalúrgica Peruana S.A. - M	I44	-0.3492	0.0227	0.0191	0.0090	-0.0250	-0.0246	-0.0054	-0.0285	0.0008	-0.0084
56	Michell y CIA S.A.	I45	-0.0354	-0.1858	0.0258	-0.0579	0.0469	0.0117	0.0032	0.0299	0.0296	0.0229
57	Molitania S.A.	I46	-0.0836	-0.1981	-0.1355	-0.1852	-0.0334	0.0393	0.0584	0.0919	0.0919	0.0919
58	Moly-Cop Adesur S.A.	I47	0.0453	0.0799	0.0396	0.0592	0.0971	0.0635	0.1280	0.1332	0.1332	0.1332
59	Motores Diesel Andinos S.A.	I48	-0.0069	0.0220	0.0223	0.0000	0.0054	0.0032	-0.1306	0.0154	0.0532	0.0586
60	Owens - Illinois Perú S.A. 4	I49	-0.0595	-0.0165	-0.0079	-0.1561	-0.0394	0.0207	0.0233	0.1473	0.0335	0.0164
61	Quimpac S.A.	I50	0.0155	-0.0260	0.0307	0.0102	0.0199	0.0298	0.0426	0.0305	0.0291	0.0259
62	Sociedad Industrial de Artícul	I51	0.0036	0.0245	0.0493	0.0141	0.0091	-0.0225	-0.1152	0.0045	0.0027	-0.1086
63	Tabacalera Nacional S.A.A. (	I52	0.0470	0.0421	0.0380	0.0356	0.0332	0.0117	0.0589	0.0316	-0.4786	0.0021
64	Textil San Cristobal S.A.	I53	-0.0262	0.0016	0.0346	0.0078	0.0163	0.0200	-0.0333	-0.0216	-0.0308	-0.0181
65	Ticino del Perú S.A.	I54	0.3107	0.2086	0.1769	0.2337	0.1768	0.1525	0.1014	0.1378	0.1173	0.0532

<b>Mineras</b>												
66	Castrovirreyra Compañía Mir	M1	0.1933	0.1024	0.0669	-0.0430	0.0621	0.0562	0.0296	-0.4259	-0.0487	0.0388
67	Compañías de Minas Buenav	M2	0.1379	0.1420	0.1435	0.0927	0.1511	0.1908	0.1428	0.2173	0.0704	0.2153
68	Compañía Minera Arcata S.A	M3	0.1947	0.2081	0.1017	0.0661	0.0624	0.0075	-0.0809	0.1243	-0.1028	0.1243
69	Compañía Minera Atacocha S	M4	-0.0888	-0.0130	0.0417	0.0159	0.0412	0.0402	-0.0141	0.0354	0.0921	0.1527
70	Compañía Minera Condestabl	M5	0.1291	-0.0258	-0.3136	-0.4881	-0.1395	-0.0218	-0.0423	-0.0290	0.1139	0.2002
71	Compañía Minera Milpo S.A.	M6	0.0444	0.0260	0.0323	0.0366	0.0166	0.0160	0.0075	0.0420	0.0956	0.1028
72	Compañía Minera Raura S.A.	M7	-0.1435	0.1479	0.0905	-0.0800	-0.0092	-0.0201	-0.1447	-0.1812	-0.0232	0.1058
73	Compañía Minera San Ignaci	M8	0.0718	0.0819	0.1100	0.0197	0.0385	0.2121	-0.1997	-0.3246	-0.1488	0.0131
74	Compañía Minera Santa Luis	M9	0.1694	0.1666	0.1321	0.0407	0.1273	0.0937	-0.0465	0.0840	0.0960	0.1602
75	Mármoles y Granitos S.A. (M	M10	0.0061	0.0339	0.0332	0.0270	0.0356	-0.0184	-0.0021	0.0062	0.0196	0.0220
76	Minsur S.A.	M11	0.2961	0.2135	0.2056	0.1578	0.2114	0.2147	0.1523	0.4435	0.1693	0.2887
77	Perubar S.A.	M12	0.1968	0.1561	0.1909	0.0283	0.0758	-0.0062	-0.0761	-0.0201	0.0240	-0.0086
78	Sociedad Minera El Brocal S.	M13	0.0577	0.0534	0.0653	-0.1120	-0.0096	-0.0087	-0.1391	0.0290	0.0992	0.0763
79	Volcán Compañía Minera S.A	M14	0.2178	0.2351	0.0877	0.0090	0.0427	0.0739	-0.0234	-0.0275	-0.0155	0.0427

Seguros												
80	El Pacifico - Peruano Suiza C.	S1	0.0880	0.0921	0.0896	0.0769	0.0255	0.0460	0.3144	0.0525	0.0546	0.1124
81	Generall Peru Compañía de S	S2	0.0309	0.0263	0.0207	-0.0806	0.0122	0.0017	0.0022	0.0041	-0.0225	0.0376
82	La Positiva Seguros Y Reaseg	S3	0.0426	0.0208	0.0131	0.0043	0.0016	0.0059	-0.0061	0.0030	0.0053	0.0074
83	MAPFRE Peru Compañía d	S3	0.0811	0.1999	-0.5002	-0.0299	0.0058	-0.1583	-0.0518	0.2573	0.0172	0.0630
84	Rimac - Internacional Compai	S5	0.0349	0.0541	0.0599	0.0596	0.0524	0.0275	0.0176	0.0881	0.0558	0.0255
85	Royal & Sunalliance - Seguro	S6	0.0417	0.0590	0.0523	-0.0157	0.0347	-0.0947	-0.0442	0.0170	0.0030	0.0530
86	SUL América Compañía de S	S7	0.0010	0.0459	0.0330	0.0815	0.0190	-0.0418	-0.0182	0.0031	0.0018	0.0011

## Riesgo ( R )

N°	Razón Social	Codificación	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>AFP</b>												
01	AFP Horizonte SA	AFP1	0.41114	0.53465	0.37232	0.35328	0.01387	0.35636	0.34517	0.26611	0.22799	0.21165
02	AFP Integra	AFP2	0.83758	0.79255	0.57288	0.46493	0.34996	0.27788	0.27223	0.20593	0.19320	0.19358
03	Profuturo AFP	AFP3	0.56126	0.79098	0.84651	0.77260	0.60194	0.49154	0.32143	0.19545	0.35909	0.34980

<b>Bancos y Financieras</b>												
04	Banco Continental	BF1	0.91590	0.91516	0.92088	0.91002	0.90263	0.91024	0.91208	0.91412	0.90696	0.90490
05	Banco de Comercio	BF2	0.86286	0.88309	0.89446	0.90396	0.89530	0.88807	0.90875	0.89254	0.86649	1.03262
06	Banco de Crédito de	BF3	0.91406	0.90816	0.90773	0.90427	0.90034	0.89573	0.89310	0.89938	0.89262	0.88792
07	Banco del Trabajo	BF4	0.82648	0.88950	0.88838	0.87263	0.85239	0.85960	0.88821	0.88958	0.88430	0.88733
08	Banco Financiero de	BF5	0.86066	0.85236	0.91556	0.92254	0.91124	0.86487	0.86215	0.86968	0.85307	0.85630
09	Banco Internacional	BF6	0.89619	0.90874	0.91448	0.91937	0.92301	0.91690	0.92355	0.92735	0.92216	0.91549
10	Banco Wiese Sudan	BF7	0.92009	0.92301	0.93132	0.91916	0.92055	0.89652	0.91037	0.87863	0.91289	0.91614

<b>Industrial</b>												
11	Solucion Financiera	BF8	0.81263	0.36633	0.90457	0.87852	0.65636	0.69329	0.77902	0.77681	0.74266	0.74266
12	Agribbrands Purina F	I1	0.58222	0.57000	0.63963	0.65027	0.68659	0.86825	1.11337	1.27200	1.06505	1.06505
13	Asea Brown Pacasmay	I2	0.48738	0.65864	0.70533	0.71004	0.63214	0.68892	0.65762	0.61466	0.36348	-0.04122
14	Austral Group S.A..	I3	0.48153	0.51243	0.61894	0.66924	0.66924	0.84012	0.87366	0.85947	0.98452	0.23554
15	Cementos Lima S.A	I4	0.16765	0.34416	0.45079	0.46162	0.44731	0.38009	0.30645	0.30267	0.22331	0.09787
16	Cementos Pacasmay	I5	0.25976	0.30021	0.35921	0.40651	0.42097	0.19764	0.30806	0.23111	0.46429	0.07435
17	Cervecería San Juan	I6	0.02243	0.07149	0.10418	0.13216	0.14594	0.13504	0.11310	0.10367	0.13277	0.18911
18	Cia. Industrial Nuev	I7	0.62931	0.62558	0.56371	0.59255	0.57160	0.61372	0.58120	0.54636	0.58151	0.00019
19	Clariant (PERU) S..	I8	0.67070	0.68223	0.55032	0.64101	0.60577	0.54423	0.45968	0.40649	0.40649	0.40649
20	Compañía Cervecer	I9	0.48265	0.45586	0.00092	0.45322	0.46282	0.44900	0.39527	0.28689	0.23441	0.06541
21	Compañía Goodyea	I10	0.33703	0.24437	0.17703	0.19712	0.20881	0.15615	0.23248	0.23146	0.20695	-0.00403
22	Compañía Industria	I11	0.49814	0.45681	0.41957	0.58811	0.65615	0.62114	0.54567	0.49441	0.48367	0.03712
23	Compañía Manufac	I12	0.33147	0.35824	0.39083	0.32248	0.61290	0.96936	0.93534	0.94821	0.44821	0.44821
24	Compañía Universa	I13	0.41021	0.51696	0.42698	0.24640	0.29097	0.43680	0.42891	0.39967	0.42566	0.02227
25	Conductores Eléctri	I14	0.47601	0.39515	0.40578	0.40519	0.45306	0.64575	0.66047	0.68901	0.75192	0.75192
26	Consortio Industria	I15	0.25014	0.19263	0.14804	0.18266	0.32671	0.25391	0.25477	0.23626	0.15748	0.10394
27	Consortio Textil de	I16	0.52961	0.53687	0.56977	0.63347	0.72073	0.85883	1.58338	1.82939	1.82939	1.82939
28	Construcciones Elec	I17	0.47560	0.40566	0.47168	0.49991	0.49803	0.45756	0.46059	0.41222	0.44309	0.00863
29	Corporación Aceros	I18	0.62061	0.61995	0.53498	0.50232	0.40840	0.44859	0.37509	0.34900	0.41072	0.13976
30	Del Mar S.A.	I19	0.63937	0.45756	0.52568	0.60772	0.68374	0.63281	0.67861	0.69905	0.75696	-0.03614
31	Derivados del Maíz	I20	0.57496	0.65534	0.64985	0.68000	0.67582	0.72589	0.67790	0.64539	0.64953	0.02701
32	Embotelladora Latín	I21	0.70709	0.37624	0.22611	0.25672	0.29804	0.22029	0.21866	0.21050	0.20589	-0.09475
33	Empresa de la Sal S	I22	0.46260	0.43259	0.29315	0.25018	0.38055	0.58755	0.28748	0.28836	0.42079	0.05469
34	Empresa Editora El	I23	0.49801	0.56104	0.47577	0.47571	0.55127	0.53881	0.48066	0.57192	0.61730	0.01449
35	EXSA S.A.	I24	0.58261	0.49715	0.53165	0.52005	0.49738	0.47577	0.44886	0.34556	0.38130	0.11244
36	Fábrica Nacional de	I25	0.26429	0.22856	0.24511	0.21005	0.20318	0.19941	0.16985	0.18028	0.16256	0.10851
37	Fábrica Peruana Ete	I26	0.04529	0.09302	0.13632	0.13818	0.09044	0.12189	0.13198	0.28757	0.27390	0.00856
38	Filamentos Industri	I27	0.31527	0.33128	0.20763	0.22230	0.27913	0.22326	0.28567	0.24674	0.25653	0.05596
39	FIMA S.A.	I28	0.51879	0.50479	0.41889	0.63014	0.74552	0.75025	0.71845	0.76447	0.76701	0.00113
40	Gloria S.A.	I29	0.47577	0.47973	0.45570	0.51734	0.54964	0.52166	0.48894	0.45028	0.42318	0.08500
41	Hidrostral S.A.	I30	0.51992	0.39357	0.32020	0.26908	0.18637	0.25226	0.25014	0.69472	0.31306	0.01320
42	Inca Tops S.A.	I31	0.97157	0.73804	0.69680	0.75259	0.73750	0.67582	0.61586	0.63593	0.61451	0.04682
43	Indeco S.A.	I32	0.39717	0.31520	0.30491	0.27348	0.29004	0.22918	0.25711	0.24506	0.29312	0.07405
44	Industria Textil Piu	I33	0.42887	0.50122	0.40881	0.47095	0.55235	0.48528	0.51541	0.44539	0.44153	0.06137
45	Industrias del Envas	I34	0.48997	0.45894	0.47442	0.45891	0.41087	0.47588	0.51120	0.48885	0.41721	0.02065
46	Industrias Electrici	I35	0.63076	0.61870	0.63430	0.62365	0.60297	0.71991	0.69904	0.71898	0.62458	0.03615
47	Industrias Vencedor	I36	0.38710	0.42913	0.37728	0.42278	0.32758	0.31784	0.29108	0.39119	0.37150	0.04187
48	Intradeco Industria	I37	0.41510	0.46267	0.21611	0.85612	1.03995	0.32328	0.33384	0.35530	0.37506	0.08631
49	IQF del Perú S.A.	I38	0.56826	0.28642	0.28839	0.35557	0.31392	0.40064	0.29825	0.29513	0.37253	0.06832
50	Kraft Foods Perú S.	I39	0.58082	0.17879	0.54049	0.54049	0.50661	0.37618	0.31541	0.25477	0.27478	-0.05473
51	Lápicas y Conexos	I40	0.13946	0.17879	0.22189	0.30446	0.18252	0.28866	0.38607	0.39394	0.48650	0.01820
52	Lima Caucho S.A.	I41	0.51866	0.56566	0.56402	0.51704	0.44321	0.49023	0.51655	0.47104	0.50295	-0.08465
53	Maltería Lima S.A.	I42	0.39669	0.70704	0.68878	0.61822	0.74876	0.76991	0.71572	0.77384	0.72453	0.72453

N°	Razón Social	Codificación	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
54	Manufactura de Metales y Alu	I43	0.72223	0.42317	0.37209	0.43343	0.40117	0.50320	0.36678	0.40431	0.34923	0.01151
55	Metalúrgica Peruana S.A. - M	I44	0.60142	0.65191	0.48532	0.57703	0.59323	0.63492	0.65572	0.64211	0.60624	-0.00842
56	Michell y CIA S.A.	I45	0.57037	0.65178	0.64288	0.73827	0.68255	0.61218	0.54426	0.55099	0.55272	0.02289
57	Molitalla S.A.	I46	0.49632	0.61974	0.82063	0.39355	0.48079	0.39329	0.36066	0.28720	0.28720	0.18456
58	Moly-Cop Adesur S.A.	I47	0.34870	0.51708	0.52023	0.42827	0.44688	0.43588	0.40695	0.49580	0.18456	0.18456
59	Motores Diesel Andinos S.A.	I48	0.22284	0.25631	0.38395	0.35195	0.32159	0.24209	0.25498	0.18456	0.19018	0.05859
60	Owens - Illinois Perú S.A. 4	I49	0.71030	0.73543	0.97032	0.97032	0.93434	0.92188	0.89673	0.76438	0.70842	0.01638
61	Quimpac S.A.	I50	0.63859	0.38217	0.52588	0.55895	0.60148	0.64156	0.62986	0.61058	0.60256	0.02591
62	Sociedad Industrial de Artícul	I51	0.51357	0.48154	0.48610	0.45740	0.46998	0.36203	0.39527	0.36683	0.31777	-0.10863
63	Tabacalera Nacional S.A.A. (	I52	0.42294	0.38656	0.36012	0.36927	0.41117	0.35027	0.25917	0.28349	0.83375	0.00206
64	Textil San Cristobal S.A.	I53	0.75701	0.54211	0.56118	0.64015	0.76679	0.74318	0.74506	0.79835	0.86116	-0.01806
65	Ticino del Perú S.A.	I54	0.26050	0.18705	0.19367	0.12506	0.09083	0.09875	0.09990	0.10307	0.12324	0.05320

<b>Mineras</b>												
66	Castrovirreyra Compañía Mir	M1	0.29964	0.29293	0.07231	0.20046	0.21194	0.15577	0.23921	0.44354	0.46824	0.03879
67	Compañías de Minas Buenave	M2	0.36364	0.09263	0.25087	0.15348	0.04317	0.09106	0.07979	0.03797	0.42485	0.21529
68	Compañía Minera Arcata S.A	M3	0.25757	0.19974	0.40225	0.42136	0.39356	0.27353	0.39229	0.36117	0.56853	0.56853
69	Compañía Minera Atacocha S	M4	0.29889	0.30093	0.28416	0.28578	0.24397	0.37689	0.43538	0.38623	0.35428	0.15271
70	Compañía Minera Condestabl	M5	0.64068	0.63436	0.75406	0.92983	1.13471	1.01910	1.08199	0.96589	0.86381	0.20022
71	Compañía Minera Milpo S.A.	M6	0.17595	0.22818	0.28008	0.30872	0.35304	0.31880	0.42845	0.51030	0.57891	0.10278
72	Compañía Minera Raura S.A.	M7	0.45765	0.34175	0.26437	0.42687	0.27331	0.30138	0.27050	0.44552	0.39761	0.10580
73	Compañía Minera San Ignaci	M8	0.08374	0.12748	0.12731	0.26012	0.29310	0.43135	0.49924	0.71374	0.57845	0.01314
74	Compañía Minera Santa Luisa	M9	0.59919	0.49952	0.49229	0.48199	0.32920	0.20942	0.21398	0.13221	0.08494	0.16017
75	Mármoles y Granitos S.A. (M	M10	0.71420	0.69224	0.70191	0.73336	0.74443	0.72945	0.74393	0.74581	0.74142	0.02199
76	Minsur S.A.	M11	0.26993	0.20763	0.14470	0.13857	0.19165	0.11728	0.05436	0.09811	0.04390	0.28866

## Nivel de antigüedad ( E )

N°	Razón Social	Codificación	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>AFP</b>												
01	AFP Horizonte SA	AFP1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
02	AFP Integro	AFP2	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
03	Profuturo AFP	AFP3	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11

<b>Bancos y Financieras</b>												
04	Banco Continental	BF1	44	45	46	47	48	49	50	51	52	53
05	Banco de Comercio	BF2	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37
06	Banco de Crédito de	BF3	106	107	108	109	110	111	112	113	114	115
07	Banco del Trabajo	BF4	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
08	Banco Financiero de	BF5	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40
09	Banco Internacional	BF6	98	99	100	101	102	103	104	105	106	107
10	Banco Wiese Sudan	BF7	52	53	54	55	56	57	58	59	60	61

<b>Industrial</b>												
11	Solucion Financiera	BF8	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
12	AgribRANDS Purina F	I1	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40
13	Asea Brown Boveri	I2	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52
14	Austral Group S.A.	I3	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8
15	Cementos Lima S.A	I4	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37
16	Cementos Pacasmay	I5	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
17	Cervecería San Juar	I6	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33
18	Cia. Industrial Nuev	I7	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
19	Clariant (PERU) S.	I8	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
20	Compañía Cervecer	I9	69	70	71	72	73	74	75	76	77	78
21	Compañía Goodyear	I10	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62
22	Compañía Industria	I11	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
23	Compañía Manufac	I12	73	74	75	76	77	78	79	80	81	82
24	Compañía Universa	I13	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
25	Conductores Eléctri	I14	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39
26	Consorcio Industria	I15	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38
27	Consorcio Textil de	I16	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
28	Construcciones Elec	I17	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50
29	Corporación Aceros	I18	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
30	Del Mar S.A.	I19	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
31	Derivados del Maiz	I20	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43
32	Embotelladora Latit	I21	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
33	Empresa de la Sal S	I22	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37
34	Empresa Editora El	I23	156	157	158	159	160	161	162	163	164	165
35	EXSA S.A.	I24	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50
36	Fábrica Nacional de	I25	50	51	52	53	54	55	56	57	58	59
37	Fábrica Peruana Ete	I26	55	56	57	58	59	60	61	62	63	64
38	Filamentos Industri	I27	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
39	FIMA S.A.	I28	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
40	Gloria S.A.	I29	54	55	56	57	58	59	60	61	62	63
41	Hidrostral S.A.	I30	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49
42	Inca Tops S.A.	I31	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39
43	Indeco S.A.	I32	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52
44	Industria Textil Piu	I33	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
45	Industrias del Envas	I34	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33
46	Industrias Electrici	I35	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41
47	Industrias Vencedor	I36	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35
48	Intradevco Industria	I37	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
49	IQF del Perú S.A.	I38	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
50	Kraft Foods Perú S.	I39	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
51	Lápices y Conexos :	I40	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39
52	Lima Caucho S.A.	I41	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49
53	Maltería Lima S.A.	I42	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49

N°	Razón Social	Codificación	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
54	Manufactura de Metales y Alt	I43	61	62	63	64	65	66	67	68	69	70
55	Metalúrgica Peruana S.A. - M	I44	65	66	67	68	69	70	71	72	73	74
56	Michell y CIA S.A.	I45	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47
57	Molitia S.A.	I46	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42
58	Moly-Cop Adesur S.A.	I47	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
59	Motores Diesel Andinos S.A.	I48	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
60	Owens - Illinois Perú S.A. 4	I49	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39
61	Quimpac S.A.	I50	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8
62	Sociedad Industrial de Articul	I51	58	59	60	61	62	63	64	65	66	67
63	Tabacalera Nacional S.A.A. (	I52	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40
64	Textil San Cristobal S.A.	I53	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62
65	Ticino del Perú S.A.	I54	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43

<b>Mineras</b>												
66	Castrovirreyrna Compañía Mir	M1	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62
67	Compañías de Minas Buenav	M2	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51
68	Compañía Minera Arcata S.A	M3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7
69	Compañía Minera Atacocha S	M4	59	60	61	62	63	64	65	66	67	68
70	Compañía Minera Condestabl	M5	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41
71	Compañía Minera Milpo S.A.	M6	46	47	48	49	50	51	52	53	54	55
72	Compañía Minera Raura S.A.	M7	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44
73	Compañía Minera San Ignac	M8	53	54	55	56	57	58	59	60	61	62
74	Compañía Minera Santa Luis	M9	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40
75	Mármoles y Granitos S.A. (M	M10	55	56	57	58	59	60	61	62	63	64
76	Minsur S.A.	M11	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
77	Perubar S.A.	M12	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47
78	Sociedad Minera El Brocal S.	M13	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48
79	Volcán Compañía Minera S.A	M14	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6

<b>Seguros</b>												
80	El Pacifico - Peruano Suiza C.	S1	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
81	Generalli Peru Compañía de S	S2	99	100	101	102	103	104	105	106	107	108
82	La Positiva Seguros y Reaseg	S3	58	59	60	61	62	63	64	65	66	67
83	MAPFRE PERU Compañía d	S4	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
84	Rimac - Internacional Compai	S5	99	100	101	102	103	104	105	106	107	108
85	Royal & Sunalliance - Seguro	S6	68	69	70	71	72	73	74	75	76	77
86	SUL América Compañía de S	S7	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50

<b>Servicios Públicos</b>												
87	Bellsouth Peru S.A.	SP1	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
88	Telefónica del Perú S.A.A.7	SP2	75	76	77	78	79	80	81	82	83	84

<b>Empresas Diversas</b>												
89	Almacenera Peruana de Come	ED1	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
90	Bayer S.A.	ED2	48	49	50	51	52	53	54	55	56	57
91	Credicorp Ltd.	ED3	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
92	Ferreiros S.A.	ED4	73	74	75	76	77	78	79	80	81	82
93	Inversiones Centenario S.A.A	ED5	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
94	Inversiones en Turismo S.A. -	ED6	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29
95	Inversiones Nacionales de Tur	ED7	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33
96	Inversiones Pacasmayo S.A.	ED8	46	47	48	49	50	51	52	53	54	55
97	Lima Sudameris Holding S.A.	ED9	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52
98	LP Holding S.A.	ED10	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
99	Negocios e Inmuebles S.A.3	ED11	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
100	Red Bicolor de Telecomunica	ED12	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
101	SAGA Falabella S.A.	ED13	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51
102	Vidrios Planos del Perú S.A.	ED14	52	53	54	55	56	57	58	59	60	61
103	Wiese Sudameris Leasing S.A	ED15	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22

Fuente: BVL.

## Riesgo País Inverso ( RPI )

N°	Razón Social	Codificación	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>AFP</b>												
01	AFP Horizonte SA	AFP1	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
02	AFP Integra	AFP2	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
03	Profuturo AFP	AFP3	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61

<b>Bancos y Financieras</b>												
04	Banco Continental	BF1	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
05	Banco de Comercio	BF2	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
06	Banco de Crédito de	BF3	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
07	Banco del Trabajo	BF4	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
08	Banco Financiero de	BF5	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
09	Banco Internacional	BF6	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
10	Banco Wiese Sudan	BF7	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61

<b>Industrial</b>												
11	Solucion Financiera	BF8	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
12	Agribbrands Purina I	I1	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
13	Asea Brown Boveri	I2	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
14	Austral Group S.A..	I3	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
15	Cementos Lima S.A	I4	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
16	Cementos Pacasmay	I5	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
17	Cervecería San Juan	I6	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
18	Cia. Industrial Nuev	I7	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
19	Clariant (PERU) S..	I8	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
20	Compañía Cervecer	I9	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
21	Compañía Goodyea	I10	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
22	Compañía Industria	I11	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
23	Compañía Manufac	I12	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
24	Compañía Universa	I13	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
25	Conductores Eléctri	I14	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
26	Consortio Industria	I15	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
27	Consortio Textil de	I16	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
28	Construcciones Elec	I17	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
29	Corporación Aceros	I18	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
30	Del Mar S.A.	I19	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
31	Derivados del Maiz	I20	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
32	Embotelladora Latín	I21	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
33	Empresa de la Sal S	I22	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
34	Empresa Editora El	I23	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
35	EXSA S.A.	I24	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
36	Fábrica Nacional de	I25	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
37	Fábrica Peruana Ete	I26	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
38	Filamentos Industri	I27	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
39	FIMA S.A.	I28	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
40	Gloria S.A.	I29	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
41	Hidrostral S.A.	I30	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
42	Inca Tops S.A.	I31	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
43	Indeco S.A.	I32	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
44	Industria Textil Piu	I33	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
45	Industrias del Envas	I34	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
46	Industrias Eléctric	I35	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
47	Industrias Vencedor	I36	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
48	Intradeco Industria	I37	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
49	IQF del Perú S.A.	I38	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
50	Kraft Foods Perú S	I39	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
51	Lápices y Conexos	I40	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
52	Lima Caucho S.A.	I41	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
53	Maltería Lima S.A.	I42	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61

N°	Razón Social	Codificación	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
54	Manufactura de Metales y Alu	I43	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
55	Metalúrgica Peruana S.A. - M	I44	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
56	Michell y CIA S.A.	I45	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
57	Molitalla S.A.	I46	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
58	Moly-Cop Adesur S.A.	I47	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
59	Motores Diesel Andinos S.A.	I48	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
60	Owens - Illinois Perú S.A. 4	I49	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
61	Quimpac S.A.	I50	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
62	Sociedad Industrial de Articul	I51	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
63	Tabacalera Nacional S.A.A. (	I52	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
64	Textil San Cristobal S.A.	I53	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
65	Ticino del Perú S.A.	I54	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61

<b>Mineras</b>												
66	Castrovirreyra Compañía Mir	M1	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
67	Compañías de Minas Buenave	M2	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
68	Compañía Minera Arcata S.A	M3	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
69	Compañía Minera Atacocha S	M4	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
70	Compañía Minera Condestabl	M5	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
71	Compañía Minera Milpo S.A.	M6	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
72	Compañía Minera Raura S.A.	M7	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
73	Compañía Minera San Ignaci	M8	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
74	Compañía Minera Santa Luisa	M9	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
75	Mármoles y Granitos S.A. (M	M10	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
76	Minsur S.A.	M11	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
77	Perubar S.A.	M12	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
78	Sociedad Minera El Brocal S..	M13	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
79	Volcán Compañía Minera S.A	M14	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61

<b>Seguros</b>												
80	El Pacifico - Peruano Suiza C	S1	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
81	Generali Peru Compañía de S	S2	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
82	La Positiva Seguros y Reaseg	S3	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
83	MAPFRE PERU Compañía d	S4	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
84	Rimac - Internacional Compai	S5	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
85	Royal & Sunalliance - Seguro	S6	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61
86	SUL América Compañía de Si	S7	60.33	64.63	65.48	65.92	66.53	67.73	69.87	69.03	68.58	69.61

## Riesgo País Directo ( RPD )

N°	Razón Social	Codificación	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>AFP</b>												
01	AFP Horizonte SA	AFP1	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
02	AFP Integra	AFP2	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
03	Profuturo AFP	AFP3	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68

<b>Bancos y Financieras</b>												
04	Banco Continental	BF1	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
05	Banco de Comercio	BF2	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
06	Banco de Crédito de	BF3	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
07	Banco del Trabajo	BF4	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
08	Banco Financiero de	BF5	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
09	Banco Internacional	BF6	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
10	Banco Wiese Sudan	BF7	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68

<b>Industrial</b>												
11	Solucion Financiera	BF8	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
12	Agribbrands Purina I	I1	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
13	Asa Brown Boveri	I2	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
14	Austral Group S.A..	I3	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
15	Cementos Lima S.A	I4	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
16	Cementos Pacasmay	I5	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
17	Cervecería San Juan	I6	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
18	Cia. Industrial Nuev	I7	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
19	Clariant (PERU) S..	I8	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
20	Compañía Cervecer	I9	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
21	Compañía Goodyea	I10	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
22	Compañía Industria	I11	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
23	Compañía Manufac	I12	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
24	Compañía Universa	I13	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
25	Conductores Eléctri	I14	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
26	Consortio Industria	I15	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
27	Consortio Textil de	I16	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
28	Construcciones Elec	I17	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
29	Corporación Aceros	I18	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
30	Del Mar S.A.	I19	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
31	Derivados del Maiz	I20	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
32	Embotelladora Latín	I21	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
33	Empresa de la Sal S	I22	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
34	Empresa Editora El	I23	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
35	EXSA S.A.	I24	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
36	Fábrica Nacional de	I25	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
37	Fábrica Peruana Ete	I26	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
38	Filamentos Industri	I27	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
39	FIMA S.A.	I28	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
40	Gloria S.A.	I29	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
41	Hidrostral S.A.	I30	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
42	Inca Tops S.A.	I31	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
43	Indeco S.A.	I32	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
44	Industria Textil Piu	I33	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
45	Industrias del Envas	I34	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
46	Industrias Electrici	I35	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
47	Industrias Vencedor	I36	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
48	Intradeco Industria	I37	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
49	IQF del Perú S.A.	I38	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
50	Kraft Foods Perú S.	I39	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
51	Lápices y Conexos	I40	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
52	Lima Caucho S.A.	I41	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
53	Maltería Lima S.A.	I42	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68

N°	Razón Social	Codificación	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
54	Manufactura de Metales y Alu	I43	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
55	Metalúrgica Peruana S.A. - M	I44	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
56	Michell y CIA S.A.	I45	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
57	Molitalla S.A.	I46	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
58	Moly-Cop Adesur S.A.	I47	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
59	Motores Diesel Andinos S.A.	I48	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
60	Owens - Illinois Perú S.A. 4	I49	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
61	Quimpac S.A.	I50	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
62	Sociedad Industrial de Artícul	I51	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
63	Tabacalera Nacional S.A.A. (	I52	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
64	Textil San Cristobal S.A.	I53	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
65	Ticino del Perú S.A.	I54	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68

<b>Mineras</b>												
66	Castrovirreyna Compañía Mir	M1	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
67	Compañías de Minas Buenave	M2	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
68	Compañía Minera Arcata S.A	M3	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
69	Compañía Minera Atacocha S	M4	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
70	Compañía Minera Condestabl	M5	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
71	Compañía Minera Milpo S.A.	M6	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
72	Compañía Minera Raura S.A.	M7	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
73	Compañía Minera San Ignaci	M8	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
74	Compañía Minera Santa Luisa	M9	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
75	Mármoles y Granitos S.A. (M	M10	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
76	Minsur S.A.	M11	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
77	Perubar S.A.	M12	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
78	Sociedad Minera El Brocal S..	M13	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
79	Volcán Compañía Minera S.A	M14	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68

Seguros												
80	El Pacifico - Peruano Suiza C	S1	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
81	Generali Peru Compañía de S	S2	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
82	La Positiva Seguros y Reaseg	S3	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
83	MAPFRE PERU Compañía d	S4	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
84	Rimac - Internacional Compai	S5	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
85	Royal & Sunalliance - Seguro	S6	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68
86	SUL América Compañía de Si	S7	100.00	93.36	92.14	91.53	90.68	89.07	86.35	87.40	87.98	86.68



### ANEXO III

Dependent Variable: PAM?  
Method: GLS (Variance Components)  
Date: 11/21/06 Time: 18:50  
Sample: 1995 2004  
Included observations: 10  
Number of cross-sections used: 103  
Total panel (unbalanced) observations: 1029

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	131.4883	13.20148	9.960118	0.0000
CB?	-0.003211	0.000741	-4.333643	0.0000
ROA?	15.70291	3.419611	4.592016	0.0000
R?	2.187456	1.796274	1.217774	0.2236
RPD?	-0.860845	0.118039	-7.292861	0.0000
E?	0.096232	0.095432	1.008378	0.3135

#### GLS Transformed Regression

R-squared	0.834634	Mean dependent var	57.86066
Adjusted R-squared	0.833826	S.D. dependent var	30.62725
S.E. of regression	12.48503	Sum squared resid	159461.2
Durbin-Watson stat	0.912733		

#### Unweighted Statistics including Random Effects

R-squared	0.850567	Mean dependent var	57.86066
Adjusted R-squared	0.849837	S.D. dependent var	30.62725
S.E. of regression	11.86833	Sum squared resid	144096.9
Durbin-Watson stat	1.010054		



## ANEXO IV

Dependent Variable: PAM?  
 Method: GLS (Variance Components)  
 Date: 11/21/06 Time: 19:24  
 Sample: 1995 2004  
 Included observations: 10  
 Number of cross-sections used: 103  
 Total panel (unbalanced) observations: 1029

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	140.3393	9.491721	14.78544	0.0000
CB?	-0.003214	0.000740	-4.341696	0.0000
ROA?	15.37726	3.410121	4.509302	0.0000
RPD?	-0.907089	0.100135	-9.058637	0.0000
GLS Transformed Regression				
R-squared	0.833856	Mean dependent var	57.86066	
Adjusted R-squared	0.833369	S.D. dependent var	30.62725	
S.E. of regression	12.50217	Sum squared resid	160211.8	
Durbin-Watson stat	0.910452			
Unweighted Statistics including Random Effects				
R-squared	0.849962	Mean dependent var	57.86066	
Adjusted R-squared	0.849523	S.D. dependent var	30.62725	
S.E. of regression	11.88072	Sum squared resid	144680.3	
Durbin-Watson stat	1.008189			

## ANEXO V

Dependent Variable: PAM?  
Method: GLS (Variance Components)  
Date: 11/21/06 Time: 19:53  
Sample: 1996 2004  
Included observations: 9  
Number of cross-sections used: 103  
Total panel (unbalanced) observations: 926

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	183.0800	14.67131	12.47878	0.0000
CB?	-0.003166	0.000737	-4.298154	0.0000
ROA?	15.01269	3.385105	4.434927	0.0000
R?(-1)	4.216431	2.050681	2.056112	0.0401
RPD?	-1.411784	0.160086	-8.818918	0.0000
GLS Transformed Regression				
R-squared	0.853845	Mean dependent var	58.49129	
Adjusted R-squared	0.853211	S.D. dependent var	30.55961	
S.E. of regression	11.70833	Sum squared resid	126255.3	
Durbin-Watson stat	1.035068			
Unweighted Statistics including Random Effects				
R-squared	0.869554	Mean dependent var	58.49129	
Adjusted R-squared	0.868988	S.D. dependent var	30.55961	
S.E. of regression	11.06124	Sum squared resid	112685.4	
Durbin-Watson stat	1.159714			

## ANEXO VI

Dependent Variable: ROA?  
Method: GLS (Variance Components)  
Date: 11/21/06 Time: 20:27  
Sample: 1995 2004  
Included observations: 10  
Number of cross-sections used: 103  
Total panel (unbalanced) observations: 1029

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	t			
C	-0.086647	0.094361	-0.918245	0.3587
CB?	1.10E-06	5.57E-06	0.197682	0.8433
PAM?	0.000532	0.000196	2.721287	0.0066
R?	-0.062134	0.015130	-4.106791	0.0000
RPD?	0.001382	0.000993	1.392642	0.1640
E?	-0.000116	0.000251	-0.462344	0.6439
GLS Transformed Regression				
R-squared	0.226249	Mean dependent var	0.035810	
Adjusted R-squared	0.222468	S.D. dependent var	0.135281	
S.E. of regression	0.119288	Sum squared resid	14.55684	
Durbin-Watson stat	1.030595			
Unweighted Statistics including Random Effects				
R-squared	0.282821	Mean dependent var	0.035810	
Adjusted R-squared	0.279316	S.D. dependent var	0.135281	
S.E. of regression	0.114844	Sum squared resid	13.49254	
Durbin-Watson stat	1.111889			

## ANEXO VII

Dependent Variable: ROA?  
Method: GLS (Variance Components)  
Date: 11/21/06 Time: 20:33  
Sample: 1995 2004  
Included observations: 10  
Number of cross-sections used: 103  
Total panel (unbalanced) observations: 1029

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	t			
C	0.036651	0.014606	2.509421	0.0122
PAM?	0.000473	0.000190	2.487500	0.0130
R?	-0.059643	0.014984	-3.980469	0.0001
GLS Transformed Regression				
R-squared	0.222883	Mean dependent var	0.035810	
Adjusted R-squared	0.221368	S.D. dependent var	0.135281	
S.E. of regression	0.119372	Sum squared resid	14.62018	
Durbin-Watson stat	1.026378			
Unweighted Statistics including Random Effects				
R-squared	0.279957	Mean dependent var	0.035810	
Adjusted R-squared	0.278554	S.D. dependent var	0.135281	
S.E. of regression	0.114905	Sum squared resid	13.54642	
Durbin-Watson stat	1.107734			

## **ANEXO VIII**

El presente anexo tiene por finalidad dar a conocer los aspectos generales de los principios de buen gobierno corporativo de las sociedades anónimas peruanas, a la luz de la regulación y recomendaciones que sobre el particular han sido emitidas por las autoridades competentes.

### **1. Consideraciones previas**

#### **1.1. La importancia del gobierno corporativo en la economía peruana**

En el sector formal de la economía peruana, la producción, el comercio y la provisión de servicios son realizados por empresas y no por personas individuales. Las empresas son constituidas en casi todos los casos como entidades con responsabilidad limitada.

De conformidad con información de los Registros Públicos, en 2003, el 41% de empresas constituidas fueron sociedades anónimas, el 14% eran sociedades de responsabilidad limitada, el 15% eran otros tipos de sociedades (incluyendo sociedades colectivas de responsabilidad limitada), y el 30% fueron empresas individuales de responsabilidad limitada (un especial tipo de organización en la que sólo existe un titular del capital). Porcentajes similares son aplicables en la actualidad.

Lo anterior permite determinar que las sociedades anónimas han sido la forma preferida para el desarrollo de empresas bajo esquemas de responsabilidad limitada. El procedimiento simple para la transferencia de acciones ha sido una ventaja

enorme con respecto a otro tipo de organizaciones en donde se requiere actos notariales e, inclusive, la inscripción de la transferencia en los Registros Públicos.

Asimismo, las sociedades anónimas han sido un vehículo para que determinadas personas, que no desean realizar su negocio a título individual, puedan hacerlo bajo un esquema de participación controladora en sociedades. En otras palabras, sociedades anónimas en las cuales la mayoría de acciones pertenece a un accionista controlador y solo una o unas pocas a otro accionista. Esto porque de acuerdo con la Ley General de Sociedades de Perú se requiere una pluralidad mínima de dos accionistas o socios para las sociedades.

Así, en la práctica las sociedades anónimas han sido usadas para organizar una empresa, con parientes o amigos que tienen una participación mínima en el capital y la toma de decisiones. Este mismo enfoque ha sido seguido por accionistas controladores (generalmente una persona individual o una familia) quienes ostentan el control de sociedades anónimas listadas en bolsa, a los efectos de usar el mercado de capitales como vía de obtención de reservas para su empresa en lugar de un medio para compartir el control.

Por consiguiente los accionistas controladores han estado dirigiendo sociedades anónimas y gobernando sus actividades en una manera discrecional y según sus intereses, sin considerar el beneficio de las sociedades anónimas o de los accionistas minoritarios. Además, las sociedades anónimas que cotizaban en bolsa divulgaban información limitada, solamente la información que necesariamente debía de ser revelada por mandato de la ley.

El interés de los accionistas controladores de las sociedades anónimas ha sido un principio para el sistema de dirección de las empresas, situación que con la crisis económica de los años 90 atrasó y socavó la confianza en el mercado de capitales y en la dirección de las sociedades.

Desde 2001 instituciones y organizaciones gubernamentales empezaron a discutir la necesidad de pautas de gobierno para las sociedades, en primer lugar, como una medida para proteger los derechos de los accionistas minoritarios y, en segundo lugar, como un instrumento para aumentar la solidez y la eficiencia de las sociedades anónimas en el mercado de capitales. Así, el gobierno corporativo empezó a ser valorado como un conjunto de prácticas y principios tendientes al desarrollo de las sociedades en el contexto de la economía peruana.

## **1.2. El papel de las entidades gubernamentales y del sector privado al tratar el gobierno corporativo**

La CONASEV (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores) y la SBS (Superintendencia de Banca, Seguros y AFP) junto con instituciones privadas, como PROCAPITALES, el Centro de Estudios del Mercado de Capitales, la Sociedad Nacional de Industrias (SNI) y la Bolsa de Valores de Lima, entre otros, crearon un comité especial que tiene por objetivo preparar una recomendaciones de buen gobierno corporativo. Después de que varios meses, fueron publicados los principios del buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas como una guía no obligatoria que proporcionaba reglas para la identidad y regulación de las sociedades anónimas.

Los principios han permitido una contribución importante para la supervisión de la dirección de las sociedades anónimas, y aunque no son obligatorios, han sido usados como un parámetro general para valorar la imparcialidad y la independencia de las decisiones corporativas sobre los límites mínimos regulados por la Ley General de Sociedades. Efectivamente, el mercado ha reconocido que las normas de la Ley General de Sociedades no son suficientes para controlar los efectos de la dirección de las sociedades anónimas, ni mucho menos para maximizar el valor de las mismas.

### **1.2.1. Hacia una nueva caracterización del rendimiento corporativo**

Actualmente organizaciones gubernamentales e instituciones privadas están involucradas en el análisis de sistemas de observación de las prácticas de buen gobierno corporativo. En ese sentido, se han analizado aspectos como directores independientes, supervisión de comités, y el alcance de grupos de interés de las sociedades.

Desde ello, más organizaciones gubernamentales e instituciones privadas han sido creadas, así como más foros de debate; por lo que, las discusiones han sido abiertas para ayudar a proveer de contenido a los principios de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas. Esto viene generando nuevos principios tendientes a aumentar la práctica del buen gobierno corporativo. Es así que los accionistas controladores y los directivos de las empresas han empezado a reconocer los beneficios de la puesta en práctica del buen gobierno corporativo debido al interés de los inversionistas institucionales en ello.

## **2. Enfoque general para el sistema de buen gobierno corporativo**

### **2.1. Los principios generales**

La Ley General de Sociedades de Perú es una norma que parte de dos principios específicos: la separación entre la propiedad y la dirección de las sociedades y la primacía del interés social frente al interés de los accionistas.

La separación del control obliga, por ejemplo, a que los directores actúen con independencia de los deseos de los accionistas que los nombraron. El artículo 173 de la Ley General de Sociedades dispone que los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás



accionistas que los directores restantes y su actuación no puede limitarse a defender los intereses de quienes los eligieron.

La primacía del interés social obliga a los directores a que prefieran el interés de la sociedad sobre su interés o el interés de los accionistas. En ese orden de ideas, el artículo 180 de la Ley General de Sociedades determina que los directores no pueden adoptar acuerdos que no cautelen el interés social sino sus propios intereses o los de terceros relacionados, ni usar en beneficio propio o de terceros relacionados las oportunidades comerciales o de negocios de que tuvieran conocimiento en razón de su cargo. No pueden participar por cuenta propia o de terceros en actividades que compitan con la sociedad, sin el consentimiento expreso de ésta. El director que en cualquier asunto tenga interés en contrario al de la sociedad debe manifestarlo y abstenerse de participar en la deliberación y resolución concerniente a dicho asunto. El director que contravenga estas disposiciones es responsable de los daños y perjuicios que cause a la sociedad y puede ser removido por el directorio o por la junta general a propuesta de cualquier accionista o director.

## **2.2. Requisitos de información**

Con respecto a los requisitos de información, como regla general, las sociedades están obligadas a proporcionar a sus accionistas todos documentos e información con respecto a los asuntos materia de las sesiones de Junta General de Accionistas. De conformidad con el artículo 130 de la Ley General de Sociedades, desde el día de la publicación de la convocatoria, los documentos, mociones y proyectos relacionados con el objeto de la junta general deben estar a disposición de los accionistas en las oficinas de la sociedad o en el lugar de celebración de la junta general, durante el horario de oficina de la sociedad.

Los accionistas pueden solicitar con anterioridad a la junta general o durante el curso de la misma los informes o aclaraciones que estimen necesarios acerca de los asuntos comprendidos en la convocatoria. El directorio está obligado a

proporcionárselos, salvo en los casos en que juzgue que la difusión de los datos solicitados perjudique el interés social. Esta excepción no procede cuando la solicitud sea formulada por accionistas presentes en la junta que representen al menos el veinticinco por ciento de las acciones suscritas con derecho a voto.

En adición, la Ley General de Sociedades establece para las sociedades anónimas abiertas (una forma de sociedad anónima que puede cotizar sus acciones en bolsa y que está sujeta a la regulación de los participantes en el mercado de capitales) que éstas deben proporcionar la información que le soliciten, fuera de junta, accionistas que representen no menos del cinco por ciento del capital pagado, siempre que no se trate de hechos reservados o de asuntos cuya divulgación pueda ocasionar daño a la sociedad. Cualquier controversia con respecto a la confidencialidad de la información será resuelta por la CONASEV. Además las sociedades anónimas abiertas están obligadas a proporcionar al mercado información veraz, suficiente y oportuna en relación con sus estados financieros, hechos de importancia y sus rendimientos.

### **3. Los efectos de la crisis económica de los años 90**

#### **3.1. La insuficiencia de las normas legales**

La crisis económica mundial de los años 90 afectó la economía peruana profundamente. La crisis de los eventos naturales, como el fenómeno de Niño, causó angustia a la mayoría de las sociedades industriales y comerciales, y, en algunos eventos, su insolvencia.

Aunque la angustia y la insolvencia de muchas sociedades ocurrieron por eventos imprevistos y externos, dichas circunstancias demostraron la falta de información adecuada para el mercado y la debilidad de la regulación sobre el otorgamiento de información revelación por parte de las sociedades peruanas.

Lo anterior contrastaba con una práctica común en la mayoría de los países, en los que tanto los accionistas como los directores de las sociedades se encontraban obligados a reconocer y divulgar los problemas económicos y/o externos de sus empresas, de tal forma que cuidaban de proporcionar al mercado la información necesaria, tratando así de dirigir la crisis dentro de la compañía hacia una solución. La falta de transparencia sobre la participación de los accionistas y las decisiones de los directores fue percibida por el mercado como un indicador respecto a que la crisis o insolvencia de las sociedades era causada por la mala gestión de sus administradores.

Este tipo de percepción causó una falta de confianza en el mercado de capitales, que fue constatada en el decrecimiento del valor de mercado accionario.

### **3.2. Respuesta legislativa y supervisora**

Como una respuesta ante la falta de la confianza del mercado, la CONASEV respondió incrementando la información que obligatoriamente las sociedades anónimas abiertas debían proporcionar al mercado; así como elevando las medidas sancionadoras al incumplimiento de lo anterior.

En diciembre de 2002, la CONASEV emitió modificaciones a la información financiera que las sociedades anónimas abiertas debían divulgar. En enero de 2003, la CONASEV dictó mayores estándares de otorgamiento de información relativa a hechos de importancia, aumentando la lista de los eventos que necesariamente debían ser puestos en conocimiento del mercado.

Además, la CONASEV agravó las sanciones a los emisores que violaran las normas sobre otorgamiento de información al mercado, o que afectaran los derechos de los accionistas minoritarios.

#### **4. Enfoque inicial para los principios de buen gobierno corporativo**

A pesar de la respuesta de la CONASEV, dichas medidas fueron adoptadas en un escenario de retracción del mercado. Aunque había un exceso en la liquidez en el mercado, el sistema bancario asumió una política de concesión de préstamos conservadora y llegó a establecer límites a algunos sectores de la economía. Por lo tanto, las instituciones bancarias eran renuentes a prestar dinero a sociedades de sectores en crisis o sus condiciones para el otorgamiento de préstamos eran muy costosas.

Al mismo tiempo, los inversionistas institucionales eran renuentes a invertir en valores emitidos por esas sociedades; por lo que, como una medida de aceptación frente a tales condiciones, dichas empresas implementaron conductas tendientes a aumentar el otorgamiento de información al mercado, en comparación con las normas mínimas establecidas por la Ley General de Sociedades.

En ese sentido, y considerando el hecho que la concesión de préstamos bancarios era demasiado onerosa frente a los requisitos de los inversionistas institucionales, las sociedades decidieron mejorar su sistema de toma de decisiones teniendo en cuenta que, en última instancia, el mercado de capitales era una alternativa menos costosa para la obtención de financiación a largo plazo.

Además, las sociedades fueron influenciadas por la experiencia de empresas peruanas con valores listados en bolsas extranjeras. Debido a los requisitos de listado de valores en el extranjero, estas últimas empresas habían asumido principios de buen gobierno corporativo, haciéndose un ejemplo.

Por ejemplo, Compañía de Minas Buenaventura S.A.A., una de las más grandes empresas mineras cuenta con ADRs (American Depositary Receives) listados en la Bolsa de Valores de Nueva York, circunstancia que determinó que dicha empresa estuviera sujeta a la normativa aplicable a los participantes en la bolsa antes

indicada. En ese contexto, Compañía de Minas Buenaventura S.A.A. incluyó pautas de buen gobierno corporativo que reconocían la importancia de los grupos de interés en sus actividades y en su visión corporativa. Esta compañía también incluyó su compromiso expreso para los principios del gobierno de corporativo en su memoria anual del año 2003, estableciendo que:

- El capital social debe ser representado por únicamente una sola clase de acciones, siendo que tales acciones deben de ser ordinarias y con derecho al voto.
- Su directorio debe ser compuesto por siete miembros, siendo cinco de ellos personas externas a la sociedad.
- Las responsabilidades del presidente del directorio y del gerente general deben ser asumidas por personas individuales y diferentes.
- La sociedad debe de tener un comité de auditoria conformado por directores externos.
- La sociedad debe de tener un comité de gobierno corporativo.

Compañía de Minas Buenaventura S.A.A. ha divulgado su código de ética desde 2003, y se encuentra disponible en su sitio web.

Para los fines de sus practicas de buen gobierno corporativo, esta empresa satisface no sólo las normas legales peruanas sino también sus propios patrones de conductas, los cuales se sujetan a las normas de la Securities and Exchange Commission. Inclusive, ha ajustado sus principios a las normas de la Sarbane Oxley Law.

Esta conducta también ha sido seguida por otras compañías peruanas como Telefónica del Perú S.A.A., y Unión de Cervecerías Peruanas Backus & Johnston S.A.A., el productor de cerveza más grande en Perú y una filial del grupo de Bavaria de Colombia.

## **5. Los principios de gobierno corporativo en la práctica**

Los intentos diferentes para establecer principios de buen gobierno corporativo determinaron la conformación de un comité especial compuesto por representantes de la CONASEV, la Bolsa de Valores de Lima, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, la Asociación de Bancos - ASBANC, la CONFIEP (confederación nacional de las instituciones empresariales privadas), PROCAPITALES y MC & F.

Como consecuencia de meses de trabajo, en julio de 2002, el comité divulgó principios de buen gobierno corporativo, los cuales se encontraron influenciados por los principios de buen gobierno corporativo establecidos por la Organización para el Desarrollo y la Cooperación Económica - OECD en 1999.

Aunque los principios son casi una reproducción de los principios de la OECD, contienen ciertas modificaciones para reflejar los aspectos especiales de las sociedades anónimas peruanas, su estructura de acciones y el alcance de los entes regulador.

Los principios establecen seis pautas del gobierno corporativo que tienen el siguiente contenido:

### **A. Los derechos de los accionistas**

El marco del gobierno de las sociedades debe proteger los derechos de los accionistas.

A.1. Los derechos básicos de los accionistas incluyen el derecho a:

- Que se estipule los métodos de registro de la propiedad y se lleve debidamente la matrícula de acciones.
- Traspasar o transferir las acciones, así como recibir oportunamente los certificados de suscripción preferente y las acciones suscritas en los casos de aumento de capital.
- Recabar información relevante sobre la sociedad de manera oportuna.
- Participar y votar en las Juntas Generales de Accionistas.
- Designar a los miembros del Directorio, y
- Participar en los beneficios de la sociedad y fijar una política de dividendos que establezca expresamente los criterios para la distribución de utilidades.

A.2. Los accionistas tienen derecho a participar y a estar lo suficientemente informados sobre las decisiones que acarrearán cambios fundamentales en la sociedad, tales como:

- Enmiendas a los estatutos, las escrituras de constitución u otros documentos de gobierno de la sociedad,
- La autorización para la emisión de nuevas acciones, y transacciones extraordinarias, como reorganizaciones societarias y la venta o contratos sobre partes sustanciales del activo social, o cualquier otra transacción que derive o puedan derivar en la venta de la compañía.

A.3. Los accionistas deben contar con la posibilidad de participar de forma efectiva y votar en las Juntas Generales de Accionistas, debiendo ser informados acerca del reglamento, incluido el proceso de votación, que rige las Juntas Generales de Accionistas:

- Se debe proporcionar a los accionistas información suficiente y con la debida anticipación, concerniente a la fecha, lugar y agenda de estas Juntas Generales, además de una información detallada sobre las cuestiones a tratar en las mismas.
- No se debe incorporar en la agenda asuntos genéricos, debiéndose precisar los puntos a tratar de modo que se discuta cada tema por separado, facilitando su análisis y evitando la resolución conjunta de temas respecto de los cuales se puede tener una opinión diferente.
- El lugar de celebración de las Juntas Generales se debe fijar de modo que se facilite la asistencia de los accionistas a las mismas.
- Los accionistas deben contar con la oportunidad de introducir puntos a debatir, dentro de un límite razonable, en la agenda de las Juntas Generales.

Los temas que se introduzcan en la agenda deben ser de interés social y propios de la competencia legal o estatutaria de la Junta. El Directorio no debe denegar esta clase de solicitudes sin comunicar al accionista un motivo razonable.

- Los accionistas deben contar con la oportunidad de solicitar con anterioridad a la Junta General o durante el curso de la misma los informes o aclaraciones que estimen necesarios acerca de los puntos de la agenda.



- Se debe permitir a los accionistas votar personalmente o por delegación, confiriendo el mismo valor y efecto a los votos emitidos de una u otra forma:
  - a. El estatuto no debe imponer límites a la facultad que todo accionista con derecho a participar en las Juntas Generales pueda hacerse representar por la persona que designe.
  - b. Quienes soliciten poderes de representación para la Junta General, deben informar a los accionistas sobre los temas respecto de los cuales ejercerán el poder y el sentido del voto que adoptarán, incluyendo toda la información relevante.

A.4. Se deben revelar las estructuras o convenios de capital que permitan a ciertos accionistas ejercer un control desproporcionado en contraposición a su participación accionaria.

A.5. Los mercados de control societario deben funcionar de una manera eficiente y transparente:

- La información relativa a la adquisición de control corporativo y las transacciones extraordinarias deben comunicarse de forma directa y clara para que los inversores entiendan sus derechos. Las transacciones deben realizarse con precios transparentes y en condiciones justas y equitativas a fin de proteger los derechos de todos los accionistas de acuerdo con su categoría.
- Los mecanismos “antiabsorción” no se deben emplear para eximir a la dirección de sus responsabilidades.

- En caso de producirse una Oferta Pública de Adquisición, los accionistas de la empresa deberán tener el derecho a participar en la prima que un tercero pague por adquirir el control de la sociedad.
- La administración de la sociedad emisora deberá actuar con neutralidad y no adoptar medidas de protección contra ofertas de adquisición salvo que cuente con autorización expresa de la Junta General.
- La transferencia de control debe incluir la adecuada revelación de los criterios de valorización que sustentan cualquier oferta. Para este efecto, la administración de la sociedad objetivo debe establecer los mecanismos que permitan a los titulares de acciones u otros valores susceptibles de suscribir o adquirir, tomar conocimiento de la oferta pública de adquisición y las condiciones planteadas por el oferente y adoptar una decisión adecuadamente razonada.

A.6. Los accionistas, incluidos los inversores institucionales, deben tomar en cuenta los costos y beneficios derivados del ejercicio de su derecho de voto.

A.7. Se debe asegurar, en caso exclusión de un valor del Registro Público del Mercado de Valores, que aquellos inversionistas que se consideren afectados por dicho acto, puedan desprenderse de sus valores y venderlos en condiciones razonables antes que la sociedad sea retirada del mecanismo de negociación.

A.8. Se debe propiciar que las discrepancias que se susciten entre la sociedad y sus accionistas se resuelvan mediante el sometimiento de dichas controversias al mecanismo del arbitraje, pudiéndose establecer, para tal fin, un convenio arbitral obligatorio en el estatuto de la sociedad.

## **B. Tratamiento Equitativo de los Accionistas**

El marco del gobierno societario debe asegurar un trato equitativo para todos los accionistas, incluidos los minoritarios y los extranjeros. Todo accionista debe contar con la posibilidad de obtener reparación efectiva por la violación de sus derechos.

B.1. Todo accionista de la misma categoría debe ser tratado con equidad:

- Sea cual sea su categoría, todo accionista debe tener los mismos derechos de voto. Todos los inversores deben tener acceso a información acerca de los derechos de voto asociados a todos los tipos de acciones antes de adquirirlas. Cualquier cambio de los derechos de voto debe estipularse mediante votación de los accionistas.
- La sociedad debe procurar, en lo posible, la convergencia hacia un solo tipo o clase de acción, tendiendo a emitir acciones con derecho a voto (acciones ordinarias) y mantener la menor variedad de acciones sin derecho a voto (acciones preferentes o acciones de inversión).
- En ese sentido, es recomendable que la sociedad emisora de acciones de inversión u otros valores accionarios sin derecho a voto, ofrezca a sus tenedores la oportunidad de canjearlos por acciones ordinarias con derecho a voto o que prevean esta posibilidad al momento de su emisión.
- Estos procesos de intercambio deben ser voluntarios, considerar a la totalidad de los accionistas de la respectiva clase, realizarse en condiciones razonables y respetar los derechos de los demás accionistas de la sociedad, sean ordinarios o no.

- Las entidades depositarias de las acciones deben emitir los votos de acuerdo con la voluntad expresada por el propietario nominal de las acciones.
- Los procesos y procedimientos de las Juntas Generales de Accionistas deben permitir el trato equitativo de todos los accionistas. Los procesos de la compañía no deben hacer excesivamente difícil o costosa la emisión de votos.

B.2. Se debe elegir un número suficiente de directores capaces de ejercer un juicio independiente, en asuntos donde haya potencialmente conflictos de intereses, pudiéndose, para tal efecto, tomar en consideración la participación de los accionistas carentes de control.

B.3. Los directores independientes son aquellos seleccionados por su prestigio profesional y que no se encuentran vinculados con la administración de la sociedad ni con el grupo de control de la misma.

B.4. No se debe realizar transacciones con información privilegiada ni negociaciones abusivas por cuenta propia o de terceros.

B.5. Se les debe exigir a los miembros del Directorio y a la Gerencia que revelen cualquier interés material en transacciones o cuestiones que afecten a la sociedad.

## **C. La Función de los Grupos de Interés en el Gobierno de las Sociedades**

El marco del gobierno de las sociedades debe reconocer los derechos de los grupos de interés estipulados por ley y alentar una cooperación activa entre las sociedades y estas entidades en la creación de riqueza, empleo y empresas financieramente sólidas:

C.1. El marco del gobierno societario debe asegurar que se respeten los derechos de los grupos de interés estipulados por ley, tales como trabajadores, proveedores, y acreedores.

C.2. Donde los derechos de los grupos de interés estén protegidos por ley, toda entidad debe contar con la posibilidad de obtener reparación efectiva por la violación de sus derechos.

C.3. El marco del gobierno societario debe permitir mecanismos que incrementen la participación activa de los grupos de interés.

C.4. Donde los grupos de interés formen parte del proceso del gobierno societario, deben tener acceso a información relevante.

#### **D. Comunicación y Transparencia Informativa**

El marco del gobierno de las sociedades debe asegurar que se presenta la información de manera precisa y de modo regular acerca de todas las cuestiones materiales referentes a la sociedad, incluidos los resultados, la situación financiera, la propiedad y el gobierno corporativo:

D.1. La comunicación incluye, aunque no se limita a, una información material sobre:

- Los resultados financieros y de explotación de la empresa.
- Los objetivos de la empresa.
- La participación mayoritaria y los derechos de voto.
- Los miembros del Directorio y los ejecutivos principales y sus remuneraciones.

- Los factores de riesgo material previsible y las acciones tomadas para reducir su impacto.
- Las cuestiones materiales referentes a los empleados y otros grupos de interés.
- Las estructuras y políticas de gobierno.
- Los hechos de importancia referidos a la sociedad emisora, el valor y la oferta que de éste se haga.
- Los grupos económicos.
- La información material comprende aquella que podría influir en las decisiones económicas de los usuarios de la misma.

D.2. Se debe preparar, auditar y presentar la información siguiendo los estándares contables y de auditoría más exigentes, incluyendo una descripción de los riesgos financieros y no financieros significativos que la empresa enfrenta.

D.3. Una sociedad auditora o auditor que guarde independencia en relación a la persona jurídica o patrimonio auditado, debe realizar cuando menos una auditoría anual que permita la preparación y presentación externa y objetiva de los estados financieros.

Si bien, por lo general las auditorías externas están enfocadas a dictaminar información financiera, éstas también pueden referirse a dictámenes o informes especializados en los siguientes aspectos: peritajes contables, auditorías operativas, auditorías de sistemas, evaluación de proyectos, evaluación o implantación de

sistemas de costos, auditorías tributarias, tasaciones para ajustes de activos, evaluación de cartera, inventarios, u otros servicios especiales.

Es recomendable que estas asesorías sean realizadas por auditores distintos o, en caso las realicen los mismos auditores, ello no afecte la independencia de su opinión. La sociedad debe revelar todas las auditorías e informes especializados que realice el auditor.

Se debe informar respecto a todos los servicios que la sociedad auditora o auditor presta a la sociedad, especificándose el porcentaje que representa cada uno, y su participación en los ingresos de la sociedad auditora o auditor.

D.4. Los canales de divulgación de información deben permitir a los usuarios un acceso a la información justo, regular y con un coste razonable, y teniendo en cuenta lo siguiente:

- Todos los accionistas deben tener acceso a la información por igual; debiendo la información revelada a un accionista o a un tercero, ser puesta a disposición de todos los accionistas.
- La atención de los pedidos particulares de información solicitados por los accionistas, los inversionistas en general o los grupos de interés relacionados con la sociedad, debe hacerse a través de una instancia y/o personal responsable designado al efecto.
- Los casos de duda sobre el carácter confidencial de la información solicitada por los accionistas o por los grupos de interés relacionados con la sociedad deben ser resueltos. Los criterios deben ser adoptados por el Directorio y ratificados por la Junta General, así como incluidos en el estatuto o reglamento interno de la sociedad. En todo caso la revelación de información

no debe poner en peligro la posición competitiva de la empresa ni ser susceptible de afectar el normal desarrollo de las actividades de la misma.

D.5. Se debe informar un determinado hecho o negociación, que fuese asignado anteriormente como reservado, cuando haya cesado el carácter confidencial del mismo y su divulgación ya no pueda acarrear algún perjuicio a la sociedad.

D.6. La sociedad debe contar con auditoria interna. El auditor interno, en el ejercicio de sus funciones, debe guardar relación de independencia profesional respecto de la sociedad que lo contrata. Debe actuar observando los mismos principios de diligencia, lealtad y reserva que se exigen al Directorio y la Gerencia.

D.7. Las funciones principales de los auditores internos, que sean reconocidas de manera explícita, deben procurar abarcar los siguientes aspectos:

- Evaluación permanente de toda la información generada o registrada por la actividad desarrollada por la sociedad, de modo que sea confiable y guarde sujeción con la normativa.
- Asegurar la fortaleza del control interno contable.
- Presentar a las áreas correspondientes las observaciones del caso y proponer las medidas necesarias a fin de evitar errores y prevenir contingencias.
- Diseñar y conducir la política integral del control interno de la sociedad.
- Mantener informado al Directorio y a la Gerencia General, por escrito, de los asuntos o materias críticas del control interno sobre las que debe tomarse atención o conocimiento, así como de las acciones tomadas sobre toda recomendación que haya presentado en el período que informa.



## **E. Las Responsabilidades del Directorio**

El marco del gobierno de las sociedades debe estipular las directrices estratégicas de la compañía, un control eficaz de la dirección por parte del Directorio y la responsabilidad del Directorio hacia la empresa y sus accionistas.

E.1. Los miembros del Directorio deben desempeñar su labor de buena fe, con la diligencia, cuidado y reserva debidos, velando siempre por los mejores intereses de la empresa y de sus accionistas, contando con una información completa.

E.2. Cuando las decisiones del Directorio pudiesen afectar a los distintos grupos de accionistas de forma dispar, el Directorio debe actuar con todos los accionistas de forma justa.

E.3. El Directorio debe tener en cuenta en todo momento los intereses de los grupos de interés, asegurando siempre el cumplimiento de la ley.

E.4. El Directorio debe realizar ciertas funciones claves, a saber:

- Evaluar, aprobar y dirigir la estrategia corporativa; establecer los objetivos y metas así como los planes de acción principales, la política de seguimiento, control y manejo de riesgos, los presupuestos anuales y los planes de negocios; controlar la implementación de los mismos; y supervisar los principales gastos, inversiones, adquisiciones y enajenaciones.
- Seleccionar, controlar y, cuando se haga necesario, sustituir a los ejecutivos principales, así como fijar su retribución.

- Evaluar la remuneración de los ejecutivos principales y de los miembros del Directorio, asegurándose que el procedimiento para elegir a los directores sea formal y transparente.
- Realizar el seguimiento y control de los posibles conflictos de intereses entre la administración, los miembros del Directorio y los accionistas, incluidos el uso fraudulento de activos corporativos y el abuso en transacciones entre partes interesadas.
- Velar por la integridad de los sistemas de contabilidad y de los estados financieros de la sociedad, incluida una auditoría independiente, y la existencia de los debidos sistemas de control, en particular, control de riesgos financieros y no financieros y cumplimiento de la ley.
- Supervisar la efectividad de las prácticas de gobierno de acuerdo con las cuales opera, realizando cambios a medida que se hagan necesarios.
- Supervisar la política de información.

E.5. El Directorio debe ser capaz de ejercer, con independencia de la administración, un juicio objetivo sobre asuntos corporativos. Para ello se debe tener en cuenta que:

- El Directorio podrá conformar órganos especiales de acuerdo a las necesidades y dimensión de la sociedad, en especial aquella que asuma la función de auditoría. Asimismo, estos órganos especiales podrán referirse, entre otras, a las funciones de nombramiento, retribución, control y planeamiento.

Estos órganos especiales se constituirán al interior del Directorio como mecanismos de apoyo y deberán estar compuestos preferentemente por directores

independientes, a fin de tomar decisiones imparciales en cuestiones donde puedan surgir conflictos de intereses.

- Los miembros del Directorio deben dedicarle el tiempo suficiente a sus responsabilidades.

El Directorio se reunirá con una periodicidad que asegure el seguimiento adecuado y permanente de los asuntos de la sociedad, y que se encuentre en relación directa con el interés social de la misma. Utiliza los medios tecnológicos que la ley permite cuando no resultan posibles las reuniones presenciales entre sus miembros.

- El número de miembros del Directorio de una sociedad debe asegurar pluralidad de opiniones al interior del mismo, de modo que las decisiones que en él se adopten sean consecuencia de una apropiada deliberación, observando siempre los mejores intereses de la empresa y de los accionistas.

E.6. Los miembros del Directorio deben tener acceso a una información precisa y relevante, de forma regular, con el fin de llevar a cabo sus responsabilidades.

La información referida a los asuntos a tratar en cada sesión, debe encontrarse a disposición de los directores con una anticipación que les permita su revisión, salvo que se traten de asuntos estratégicos que demanden confidencialidad, en cuyo caso será necesario establecer los mecanismos que permita a los directores evaluar adecuadamente dichos asuntos.

Siguiendo políticas claramente establecidas y definidas, el Directorio decide la contratación de los servicios de asesoría especializada que requiera la sociedad para la toma de decisiones.

E.7. Las remuneraciones de los directores deben fijarse en relación directa con la dedicación y experiencia profesional de los mismos, debiendo ser la moderación la premisa principal al fijar dichas retribuciones. Los referidos honorarios deberán generar incentivos a fin de alinear los intereses de los directores con los de los accionistas.

E.8. La operatividad del Directorio debe considerar que:

- Los nuevos directores deben ser instruidos sobre sus facultades y responsabilidades, así como sobre las características y estructura organizativa de la sociedad.
- Los directores titulares deben informar a los directores suplentes y a los alternos respecto a los asuntos tratados en las sesiones de Directorio, a fin de que su posible intervención no obstaculice la normal marcha de las decisiones del órgano, considerando que los mismos pueden suplir alguna vacancia, ausencia o impedimento, en cualquier momento. Asimismo, los directores suplentes y alternos deberán informar a los directores titulares que sustituyeron en forma transitoria, respecto a las sesiones en las que participaron.
- Se debe establecer los procedimientos que el Directorio sigue en la elección de uno o más reemplazantes, si no hubiera directores suplentes y se produjese la vacancia de uno o más directores, a fin de completar su número por el período que aún resta, cuando no exista disposición de un tratamiento distinto en el estatuto.

E.9. Las funciones del Presidente del Directorio, Presidente Ejecutivo de ser el caso, así como del Gerente General deben estar claramente delimitadas en el estatuto o

en el reglamento interno de la sociedad con el fin de evitar duplicidad de funciones y posibles conflictos.

La estructura orgánica de la sociedad debe evitar la concentración de funciones, atribuciones y responsabilidades en las personas del Presidente del Directorio, del Presidente Ejecutivo de ser el caso, del Gerente General y de otros funcionarios con cargos gerenciales.

Con respecto a las funciones, atribuciones y responsabilidades de la Gerencia General se debe considerar que:

- La Gerencia debe contar con autonomía suficiente para desarrollar sus funciones adecuadamente dentro de los lineamientos que designe el Directorio.
- La Gerencia debe actuar bajo los mismos principios de diligencia, lealtad y reserva, que tiene el Directorio.
- El Gerente General debe cumplir con la política aprobada de entrega de información al Directorio o a los directores a título individual, sin perjuicio de las responsabilidades que establezca el estatuto.
- La Gerencia General debe respetar los poderes y roles de los demás gerentes de tal manera que no haya una concentración de los mismos.
- Es recomendable que la Gerencia reciba, al menos, parte de su retribución en función a los resultados de la empresa, de manera que se asegure el cumplimiento de su objetivo de maximizar el valor de la empresa a favor de los accionistas.

## **F. Sociedades No Inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores**

Todos los principios y prácticas descritas en los puntos anteriores, en lo pertinente, son aplicables a las sociedades no inscritas en bolsa, incluyendo a las sociedades anónimas cerradas. Es importante destacar respecto a las sociedades no inscritas lo siguiente:

F.1. El Directorio debe sesionar regularmente, sin descartar la participación de directores independientes que, además de sus conocimientos y experiencia, contribuyan con un punto de vista imparcial.

F.2. La sociedad debe contar con una estructura organizacional lógica y alineada con sus objetivos, en la que sea clara la línea de mando y el proceso de toma de decisiones. A su vez, debe contar con una Gerencia profesional remunerada de acuerdo con los estándares del medio. Las políticas de contratación y sucesión deben ser claras y adecuadamente comunicadas.

F.3. Es recomendable la aplicación de estándares de suministro de información como el que se aplica a las sociedades inscritas en el Registro Público del Mercado de Valores. Asimismo, debe existir una política clara sobre el manejo y difusión de la información respecto a la marcha de la sociedad.

## **6. El carácter no - obligatorio de los principios de buen gobierno corporativo**

Aunque los principios de buen gobierno corporativo antes señalados no son de carácter obligatorio en Perú, algunas empresas los han estado aplicando en su organización. Sin embargo, la aplicación de estos principios, por lo general, no ha sido una motivación de los accionistas controladores de las sociedades sino más bien una necesidad ante los requerimientos de los inversionistas institucionales.

## **7. Intentos hacia una nueva regulación corporativa**

Actualmente, las entidades particulares han fundado comités de buen gobierno corporativos con el propósito de valorar la puesta en práctica de los principios antes mencionados. Por ejemplo, PROCAPITALES tiene comités orientados para coordinar la puesta en funcionamiento del sistema de observación de rendimiento de los principios en los actores principales en los mercados de capitales.

Es importante mencionar que la Comunidad Andina de Naciones (CAN) ha sido defensora en el desarrollo de principios de buen gobierno corporativo comunes para las naciones andinas (Venezuela, Colombia, Ecuador, Perú y Bolivia).

Aunque los principios son un paso muy importante hacia un sistema de decisión corporativo eficiente, su contenido puede ser muy general y, ello, importa un desafío para los próximos años respecto a definir reglas específicas de conducta para la dirección de las sociedades anónimas; así como para crear un sistema de observación que podría medir su acatamiento. En ese sentido, es necesario definir las características de los directores independientes y su papel dentro de las sociedades, y la determinación de incentivos comunes para el rendimiento apropiado de los principios de buen gobierno corporativo, entre los otros temas.

## **8. Propuesta de Modificación de los Principios de Buen Gobierno Corporativo - 2006**

A fin de corregir las limitaciones de los *Principios* 2002, recientemente se ha preparado una propuesta destinada a preparar una nueva versión de los Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas, cuya aplicación sería de carácter voluntario.

Cuatro razones han impulsado el proponer las siguientes modificaciones: en primer lugar, corregir la limitada capacidad didáctica de los *Principios* 2002; en segundo lugar, identificar como destinatarios finales de los principios de gobierno corporativo a las sociedades peruanas con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores de CONASEV; en tercer lugar, abordar materias propias de gobierno corporativo no incluidas en los *Principios* 2002; y, finalmente, aligerar y, en su caso, suprimir del texto aspectos propios de gobierno corporativo que por su naturaleza ya están regulados por normas legales vigentes de distinto rango.

Adicionalmente, la CONASEV deberá emitir una nueva Resolución de Gerencia General (RGG), la cual debería facilitar el uso voluntario por parte de las sociedades del principio “cumplir o explicar”, de tal forma que si una sociedad adopta total o parcialmente los *Principios* 2006 pueda, además del deber de cumplimentar la correspondiente RGG respondiendo a las preguntas concretas que plantee, ampliar voluntariamente la información a los mercados respecto del grado de cumplimiento de cada uno de ellos, explicando el mecanismo concreto de implementación o, en el caso de no cumplir un determinado principio, aportar una explicación de las razones.

## **I. Derecho y trato equitativo a los accionistas**

- Principio No.1: Salvo en el caso de las acciones que se emiten sin derecho voto (acciones preferentes) y el supuesto particular de las acciones de inversión, los estatutos deben consagrar el principio de “una acción un voto”. Ninguna cláusula estatutaria debe restringir los derechos de votación de unos accionistas frente a otros.
- Principio No.2: Las sociedades no deben poner obstáculos estatutarios ni derivados de la actuación de su Directorio para que las operaciones de control societario que se realicen a través de los mercados de capital y que están reguladas por la legislación vigente aplicable se desarrollen con normalidad.



Se deberá eliminar cualquier mecanismo que pueda ser considerado un blindaje contra cambios de control.

- Principio No.3: Determinadas operaciones de carácter extraordinario como ampliaciones de capital, fusiones o la enajenación de activos estratégicos de la sociedad, que por su estructura puedan afectar a los derechos de los accionistas minoritarios y, en particular, al derecho de no dilución de los accionistas deberán ser propuestas para su aprobación a la Junta General de Accionistas con un informe previo del Directorio que incluya una “opinión de equidad o justicia” (fairness opinión) que deberá ser emitida por un asesor externo distinto del auditor de la sociedad y que deberá ser designado por los directores externos independientes.
- Principio No. 4: Las sociedades deberán contar con una página web corporativa, que actúe como mecanismo de participación e información para con los accionistas y los mercados.
- Principio No.5: Las sociedades tendrán que implementar mecanismos permanentes de comunicación con los accionistas e inversores, a través de los cuales estos puedan requerir información, salvo la confidencial o irrelevante, y plantear preguntas o cuestiones de interés corporativo, incluidas las relativas a la auditoria externa anual o asociadas, en su caso a su condición de accionistas, más allá de la información a proveer con ocasión de la Junta General de Accionistas. La respuesta será difundida al mercado no privilegiando al accionista solicitante respecto de los demás, siempre que su conocimiento pueda ejercer influencia sobre las decisiones de invertir o no de un inversionista sensato.
- Principio No.6: Las sociedades deben garantizar el derecho de todos los accionistas a conocer los quórum para la constitución de la Junta General de

Accionistas, el régimen de adopción de acuerdos sociales y la posible exigencia de quórum reforzado para aquellas operaciones extraordinarias sobre activos estratégicos o que afecten de manera significativa a los derechos de los minoritarios, así como las limitaciones al derecho de asistencia.

## **II. Junta General De Accionistas**

- Principio No. 7: En su calidad de órgano supremo de la sociedad, las funciones de la Junta General de Accionistas deben quedar claramente recogidas en los estatutos, señalando expresamente cuales tienen el carácter de indelegables, entre las que no se pueden omitir el nombramiento de los auditores externos y la aprobación de la política de retribución de los directores y ejecutivos principales.
- Principio No. 8: La Junta General de Accionistas deberá aprobar un Reglamento de Organización y Funcionamiento que aborde todas aquellas materias que atañen a la junta general con respeto a las materias reguladas en la ley y los estatutos. Dicho reglamento será objeto de comunicación a CONASEV como hecho de importancia e inscrito en el Registro Mercantil de acuerdo con las normas generales.
- Principio No. 9: Los estatutos fijarán el plazo, los medios de convocatoria y el contenido mínimo del anuncio, que deberá incluir el detalle de los puntos contenidos en la agenda. Con el fin de facilitar la comprensión de todos los asuntos contenidos en la agenda, en esta no se deberán incorporar asuntos genéricos, de tal forma que se pueda discutir cada tema por separado, facilitando su análisis y evitando la resolución conjunta.

- Principio No. 10: La sociedad debe establecer los medios para facilitar el ejercicio del derecho de información de todos los accionistas con carácter previo a la celebración de la Junta General y durante su desarrollo, teniendo siempre en consideración que la información debe ser completa, correcta y transmitida a todos los accionistas por igual y con tiempo suficiente para su análisis.
- Principio No. 11: Los estatutos de la sociedad deben reconocer el derecho de los accionistas de introducir puntos a debatir dentro de un límite razonable en la agenda de las Juntas Generales
- Principio No. 12: Las sociedades que deban mantener página web promoverán y ofrecerán a los inversores institucionales, que actúen en calidad de fiduciarios, la posibilidad de hacer pública su política general en materia de gobierno corporativo y de participación en la Junta General de Accionistas así como el sentido de su voto en relación con cada uno de los puntos de la Agenda. De esta manera se fomenta el diálogo entre la sociedad y estos inversores institucionales, respetando en todo momento el trato igualitario y la no revelación de información que no sea facilitada simultáneamente al mercado.
- Principio No. 13: Para promover la participación de los accionistas en la Junta General, las sociedades admitirán reglamentariamente la agrupación de accionistas individuales a través de convenios entre accionistas, no impondrá límites al derecho de los accionistas a hacerse representar por cualquier persona que designe y limitarán al máximo la delegación de voto a favor del Directorio, sus miembros, y miembros de la alta dirección. El administrador que obtenga la representación no podrá ejercitar el derecho de voto correspondiente a las acciones representadas en aquellos puntos de la agenda en los que se encuentre en conflicto de intereses.

- Principio No. 14: Con el objeto de limitar al máximo las delegaciones en blanco, las sociedades promoverán estatutariamente el uso de mecanismos transparentes de delegación del voto. En todo caso, cuando la sociedad solicite públicamente poderes de representación de sus accionistas por vía de sus administradores, el Presidente del Directorio o el Presidente de la Junta deberá usar un modelo de solicitud de delegación que al menos incluya la agenda de la Junta General de Accionistas requiriendo al accionista que incluya en el modelo de delegación que envíe a la sociedad el sentido que quiera dar a su voto para cada punto de la agenda. En el modelo de solicitud de delegación la sociedad informará a los accionistas el sentido en el que votará el representante en caso de que no se impartan instrucciones precisas por parte del accionista representado.
- Principio No. 15: Estatutariamente las sociedades regularán la asistencia a la Junta General de Accionistas de todos aquellos ejecutivos o asesores externos que con su presencia y explicaciones a petición de los accionistas contribuyan a facilitar la comprensión y clarificación de los temas a tratar. En especial, la participación de los auditores externos en la explicación del informe de auditoría anual.

### **III. El Directorio**

- Principio No. 16: Los estatutos deberán fijar claramente las funciones del Directorio y aquellas que se definen como indelegables entre las que, entre otras, se incluirán las generales de supervisión, evaluación y control.
- Principio No. 17: El Directorio con informe a la Junta General de Accionistas deberá aprobar un Reglamento de Organización y Funcionamiento vinculante para sus miembros, que abordará todas aquellas materias que atañen al órgano de administración con respeto a las materias reguladas en la ley y los

estatutos. Dicho reglamento será objeto de comunicación a CONASEV como hecho de importancia e inscrito en el Registro Mercantil de acuerdo con las normas generales.

- Principio No. 18: Los estatutos determinarán el número mínimo y máximo de miembros del Directorio que permita una eficaz administración y gobierno de la compañía y promoverán la participación activa de los directores. Se debe abandonar la práctica de nombrar directores suplentes o alternos.
- Principio No. 19: Estatutariamente se reglamentará la existencia de distintas categorías de directores de tal forma que el Directorio podrá estar integrado por directores internos o ejecutivos y directores externos, que podrán ser Independientes o no Independientes (por el origen de su nombramiento). En el nombramiento de los directores, se tratará de reflejar al máximo la estructura accionarial de la sociedad, incluido el capital flotante (free float), el cual deberá ser tomado en consideración para determinar el número de directores externos independientes. Salvo en el caso de las empresas cerradas (control familiar), los directores externos serán una amplia mayoría.
- Principio No. 20: Los directores deberán elegirse por un procedimiento formal y transparente, definido por el Reglamento de Organización y Funcionamiento del Directorio, correspondiendo al Directorio o al Comité de Nombramientos y Remuneraciones del Directorio la verificación previa de los requisitos de elegibilidad de los candidatos que propongan los distintos accionistas o los directores.
- Principio No. 21: La sociedad únicamente podrá designar como directores independientes a aquellas personas que cumplan con los requisitos de trayectoria profesional, honorabilidad y absoluta desvinculación con la compañía, los accionistas con capacidad de influencia o su personal, y

promoverá su carácter independiente mediante declaración pública suscrita tanto por el propio director designado como por el Directorio en relación a su independencia.

- Principio No. 22: El alcance de los deberes de diligencia, lealtad, no competencia y secreto, así como los derechos de uso de los activos sociales, información y auxilio de expertos, internos o externos, quedarán recogidos en los estatutos sociales. Reglamentariamente se desarrollarán las causales de cese y dimisión.
- Principio No. 23: Los directores tendrán que declarar todas las relaciones, directas o indirectas, que mantengan entre ellos, con la sociedad, con proveedores, clientes o cualquier otro grupo de interés de las que pudieran derivarse situaciones de conflicto de intereses o influir en la dirección de su opinión o voto. Los estatutos de la sociedad deberán prever el manejo de las situaciones de conflicto de intereses incluyendo la obligación de los directores afectados de ausentarse o inhibirse en las deliberaciones y en las votaciones sobre este tipo de situaciones u operaciones asociadas a estas.
- Principio No. 24: La Junta General de Accionistas fijará la política de retribución, siempre previa propuesta razonada del Directorio, que como norma general deberá contemplar mecanismos mixtos, vinculando una parte de la retribución a componentes variables en función del desempeño empresarial. El Directorio o, en su caso, la Comisión de Nombramientos y Retribuciones propondrá la retribución concreta de cada director que será aprobada por la Junta General de Accionistas. Los estatutos recogerán las políticas para la fijación y transparencia de la retribución de los directores. La retribución de los directores será publicitada.

- Principio No. 25: El Presidente del Directorio y, en su caso, el Vicepresidente deberá ser elegido de entre los miembros externos del Directorio y sus funciones y responsabilidades estarán fijadas con detalle en los estatutos sociales y desarrollados en el Reglamento de Organización y Funcionamiento del Directorio. El Presidente del Directorio no deberá coincidir con la figura del ejecutivo principal y no tendrá voto dirimente o de calidad.
- Principio No. 26: El Directorio deberá nombrar un secretario que velará por la legalidad formal, material y estatutaria de las actuaciones del Directorio y la observancia de los principios de buen gobierno.
- Principio No. 27: El Directorio deberá ser convocado periódicamente. Independientemente de las reuniones que por motivos extraordinarios convoque el Presidente, un director o el Gerente General, los estatutos o el Reglamento Interno del Directorio deberán contemplar la periodicidad mínima con la cual se reunirá el Directorio.
- Principio No. 28: El Directorio conformará en su seno comisiones para apoyar al Directorio sobre ciertas funciones y en particular, la de auditoria y la de nombramientos y retribuciones, constituidas exclusivamente por directores externos. No obstante lo anterior, el Directorio asignará competencias por áreas a cada uno de los directores, que serán responsables de su seguimiento y control.
- Principio No. 29: Las operaciones con partes vinculadas deberán ser autorizadas por el Directorio, con informe y propuesta de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, o en su defecto del director externo independiente, con una mayoría cualificada de al menos las tres cuartas partes de los miembros del Directorio y deberán ser publicitadas.

- Principio No. 30: El Directorio deberá informar a los accionistas, con una periodicidad al menos anual, sobre los resultados de la auto evaluación de su rendimiento tanto colectivo como individual de cada director y del cumplimiento por su presidente, vicepresidente, secretario y las comisiones que se hayan constituido, de sus funciones y las medidas reconocidas en estos Principios así como otras recomendaciones que puedan adoptarse de gobierno corporativo.

#### **IV. Información Financiera Y No Financiera. Revelación De Información.**

- Principio No. 31: El Directorio deberá formular los estados financieros mediante la estricta utilización de los principios contables contenidos en las normas internacionales de información financiera, de manera tal que no haya lugar a salvedades por parte del auditor y que los riesgos asumidos por la compañía queden totalmente identificados sobre la base de criterios de prudencia.
- Principio No. 32: La Junta General de Accionistas nombrará al auditor externo independiente a propuesta del Directorio previa recomendación del Comité de Auditoria, que no podrá proponer auditores que hayan sido objeto de inhabilitación o cualquier otro tipo de sanción. La contraparte de la sociedad con el auditor externo será el Comité de Auditoria, independientemente de la necesidad de interactuar con otros profesionales o directivos de la empresa con el propósito de realizar su trabajo.
- Principio No. 33: Como mejor práctica de gobierno, la sociedad no debería contratar con su auditor externo encargado de dictaminar sus estados financieros o con personas o entidades a él vinculadas, servicios distintos de auditoria. Si excepcionalmente, por acuerdo del Directorio, se contratan otros



servicios, será imperativo informar a la Junta General de Accionistas sobre la naturaleza y alcance de los servicios contratados.

- Principio No. 34: En el caso de grupos consolidables, el auditor externo deberá ser el mismo para todo el grupo, incluidas las filiales off shore.
- Principio No. 35: Los estatutos sociales deberán contener las normas, plazo y prórrogas para la contratación del auditor externo y contemplar la opción de rotar al socio responsable y a los equipos de trabajo de la firma auditora o por rotar a la misma.
- Principio No. 36: El Directorio informará a la Junta General de Accionistas de la remuneración del auditor externo por todos los conceptos y del porcentaje que dicha remuneración supone respecto de la facturación total de este.
- Principio No. 37: Los convenios entre socios o entre estos y terceros, que, entre otras materias, afecten a la libre transmisibilidad de las acciones o al derecho de voto, habrán de ser comunicados con carácter inmediato a la sociedad, difundidos al mercado e inscritos en el Registro Mercantil.